



Универзитет „Св. Кирил и Методиј“
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ - СКОПЈЕ



**ТРАНСФОРМАЦИЈАТА НА ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА
КРИЗА (2008 – 2010) ВО ГЛОБАЛНА ДОЛЖНИЧКА КРИЗА (2011 –)**

**THE TRANSFORMATION OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS
(2008 – 2010) IN THE GLOBAL SOVEREIGN DEBT CRISIS (2011 –)**

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

Кандидат:
м-р Елена Гоцевски

Ментор:
проф. д-р Михаил Петковски

Скопје, 2017

Апстракт

Она што започна како пукање на станбениот меур и како хипотекарна криза во САД прерасна во глобална финансиска криза, која, пак, се трансформираше во глобална должничка криза.

Во основата на овие кризи лежеа недоволната транспарентност на финансискиот систем, пропустите во регулативата на земјите и недоволната контрола, особено во доменот на финансиските иновации, кредит рејтинг-агенциите и фондовите за хеџирање, неправилното управување со банкарските ризици, како и ирационалните очекувања на сите учесници на пазарот.

Последиците од глобалната финансиска криза беа огромни и не беа ограничени само на ниво на една држава, туку на светско ниво. Ефектите од кризата се раширија на финансиските пазари, на светските текови на извоз и увоз, а доведоа до намалување на економскиот раст и пораст на стапката на невработеност во многу земји. Се појави потреба од владина интервенција за справување со новонастанатата состојба, за спасување на финансиските пазари и обид за излез на економиите од рецесија.

Поради влијанието на глобалната финансиска криза, неколку земји беа соочени со неминовна потреба од итно позајмување средства од Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) со цел да ги финансираат нивните платни биланси.

Овие јавни долгови на земјите кон странство доведоа до должнички кризи во многу земји, особено во Европа. Должничката криза во еврозоната се појави, главно, како резултат на рецесијата предизвикана од глобалната финансиска криза, паричните трансфери за помош на банките, слабото управување со јавните финансии, откривањето на пропустите во структурата на еврозоната како монетарна унија од страна на финансиските пазари, како и на несоодветните и доцните реакции на владите како одговор на кризата.

Како подолгорочни решенија на целата криза владите мораа да направат измени во нивните регулативи. Со новите регулативи и владини реформи би се коригирале недостатоците во системот, кои се лоцирале како резултат на настанување на кризата, иако тоа не значи дека нема да има отворен простор за нови кризи во иднина.

Клучни термини: глобална финансиска криза, нетранспарентност, глобална должничка криза, регулација, јавен долг.

Abstract

What started as housing bubble and mortgage crisis in USA, has grown in Global Financial Crisis, which was transformed into Sovereign Debt Crisis.

The main causes of these crises were the lack of transparency of the financial system, failures in the regulatory and lack of supervision, especially in the field of financial innovations, credit rating agencies and hedging funds, inadequate bank risk management, and irrational expectations of the market participants.

The consequences of the Global Financial Crisis were overwhelming and were not limited on one country, but were spread out in the whole world. The effects from the crisis were transmitted to the financial markets, the world import and export flows, and resulted with decline in the economical growth and increase of the unemployment rates. Government intervention was more than necessary for saving the financial markets and as attempt for getting the countries out of recession.

Because of the Global Financial Crisis, many countries were faced with unavoidable need of bailout from IMF, in order to finance their balances.

These public debts caused Sovereign Debt Crisis in many countries, especially in Europe. The Sovereign Debt Crisis in Eurozone appeared mainly as a result of the recession derived from the Global Financial Crisis, the money transfer for help of the banks, inadequate public finance management, uncovering the failures of the Eurozone as a monetary union by the financial markets, as well as because of the incompatible and late reactions of the countries as a result of the crisis.

As long-term respond to the crisis, the governments had to make changes in their regulatory rules. With the new regulative and the new government reforms, the failures in the system detected during the crisis will be corrected, though it doesn't mean that there will be no space for new crisis in future.

Keywords: Global Financial Crisis, lack of transparency, Sovereign debt crisis, regulation, public debt.

Содржина

1.	Вовед	1
1.1.	Актуелност на проблематиката на истражувањето	1
1.2.	Предмет и цел на истражувањето	2
1.3.	План на презентирање на материјата	3
1.4.	Методологија на истражувањето	6
2.	Поим за финансиските кризи	8
2.1.	Глобална финансиска криза – општ поим и карактеристики	8
2.2.	Видови финансиски кризи	14
2.2.1.	Банкарски кризи	14
2.2.2.	Шпекулативни меури	16
2.2.3.	Должнички кризи	18
2.3.	Светски финансиски кризи и берзански крахови низ историјата	19
3.	Причини и последици од глобалната финансиска криза (2008 – 2010)	30
3.1.	Причини за развој на глобалната финансиска криза (2008 – 2010)	30
3.1.1.	Кредитната криза на хипотекарниот пазар	32
3.1.2.	Раст на станбениот меур	38
3.1.3.	Ефектот на финансиските иновации врз глобалната финансиска криза	43
3.1.3.1.	Ефектот на секјуритизацијата врз глобалната финансиска криза	44
3.1.3.2.	Ефектот на кредитните деривативи врз глобалната финансиска криза	48
3.1.4.	Улогата на финансиската регулација врз глобалната финансиска криза	53
3.1.5.	Улогата на кредит рејтинг-агенциите и фондовите за хеџирање врз глобалната финансиска криза	56
3.1.6.	Банкарските ризици во услови на светската финансиска криза	62
3.2.	Развојот на системска криза	64
3.3.	Последици од глобалната финансиска криза (2008 – 2010)	70
3.3.1.	Ефекти на кризата врз финансиските пазари	71
3.3.2.	Ефекти на кризата врз глобалната економија	76
3.3.3.	Одговор на владите на ефектите од финансиската криза	78
3.3.3.1.	Краткорочни решенија	79
3.3.3.2.	Регулација	85
3.3.4.	Ефектот на контрацикличната макроекономска политика врз глобалната финансиска криза	92

3.3.5.	Појава на кризи близначки во одредени земји	94
3.3.6.	Развивање на глобална должничка криза	96
4.	Глобалната должничка криза (2011–)	101
4.1.	Меѓународна димензија на глобалната должничка криза.....	101
4.2.	Мерење на должничката изложеност на земјите	102
4.3.	Европската должничка криза.....	108
4.4.	Развиените европски земји како јадро на должничката криза.....	114
4.5.	Фискално најслабите земји од еврозоната како најпогодени земји од должничката криза.....	118
4.5.1.	Анатомија на должничката криза кај најслабите земји од еврозоната.....	120
4.5.2.	Должничката криза во Грција – иницијалната каписла на должничката криза.....	123
4.5.3.	Банкарската криза во Ирска и нејзините фискални последици	133
4.5.4.	Италија како системски важна земја во еврозоната	138
4.5.5.	Причини за должничката криза во Шпанија и Португалија	145
4.6.	Предлози за излез од глобалната должничка криза	155
4.6.1.	Реструктурирање на долгот.....	158
4.6.2.	Имплементација на иновативна фискална стратегија во рамките на Озборнскиот план на Велика Британија.....	161
4.6.3.	Употреба на странски инвестиции и финансиски стимулации за подобрување на економската состојба на погодените земји.....	162
4.6.4.	Излез од Европската монетарна унија	163
4.6.5.	Излез од Европската Унија.....	164
4.6.6.	Договорот на фискална стабилност во рамки на ЕУ и фискалната компактност како негов сегмент	167
4.6.7.	Издавање еврообврзници.....	170
4.6.8.	Формирање Европска фискална унија	171
4.6.9.	Опоравување на европските банки и воведување авторитет за излез од криза	173
4.6.10.	Формирање Европски монетарен фонд	174
4.6.11.	Формирање на банкарска унија во рамки на Европската Унија.....	175
4.6.12.	Краткорочни мерки преземени од страна на ЕУ за справување со должничката криза.....	178
4.7.	Одржливоста на проектот „Евро“	179
4.8.	Потенцијалните последици од должничката криза врз другите економски велесили (САД, Кина, Јапонија)	182
4.9.	Влијанието на глобалната должничка криза во балканските земји	187
4.10.	Ефектите од глобалната должничка криза во Македонија.....	202

5.	Заклучок	211
6.	Референци.....	223
7.	Прилози.....	234
7.1.	Хронолошки тек на настаните поврзани со настанувањето на глобалната финансиска криза (2008 – 2010) и нејзината трансформација во глобална должничка криза (2011–).....	234

1. Вовед

1.1. Актуелност на проблематиката на истражувањето

Последниве десетина години се забележани двете најголеми глобални финансиски кризи по Големата депресија. Длабочината на нивните последици е многу поголема отколку што се претпоставуваше. Иако уште од почетокот на 2011 година првичните последици почнаа да заздравуваат и да се губат, како главна нејзина последица во центарот на вниманието остана да жари глобалната должничка криза. Во светот на бизнисот глобалната должничка криза се карактеризира со невообичаен голем пораст на задолженоста (јавната и приватната) при премал економски раст. Глобалната должничка криза најпрво ги погоди развиените земји, но најсилен удар од кризата претрпеа помалку развиените земји од Европската Унија. Токму во центарот на вниманието на светската јавност се најдоа овие најпогодени земји од глобалната должничка криза: Грција, Ирска, Италија, Шпанија и Португалија. Со оглед на тоа што глобалната должничка криза сè уште трае и сè уште не е докрај позната нејзината разврска, темата на овој докторски труд е особено актуелна и интересна. Преку анализа на меѓународната димензија на кризата и идентификување на ефектите од кризата врз повеќе земји ќе го прикажеме процесот на трансформација на глобалната финансиска криза во глобална должничка криза, согледувајќи ги ефектите од глобалната должничка криза во светот. Остануваат отворени повеќе прашања, чии одговори зависат од одвивањето на настаните поврзани со глобалната должничка криза. Во овој труд, преку поставување правилна дијагноза на глобалната должничка криза, се дава предлог за можните начини за справување со оваа криза.

1.2. Предмет и цел на истражувањето

Предмет на ова истражување е актуелната глобална должничка криза и нејзините последици. Глобалната должничка криза од 2011 година е од таканаречената трета генерација на должнички кризи. Првата генерација на должнички кризи, всушност, е валутна криза, според моделот на Кругман (1979), а настанува како последица на шпекулативен напад на валутата, која завршува со промена на девизниот режим. Втората генерација на должнички кризи настанува претежно после криза на европскиот монетарен систем, кога доаѓа до криза и покрај релативно стабилните макроекономски показатели. Кризата е предизвикана од промени во очекувањата, па се развиваат модели кои имаат за цел да проценат колку е извесно напуштањето на националниот девизен курс. Кај должничките кризи од третата генерација како најважна причина за нивното настанување се јавуваат пореметувања во пазарната структура и/или пореметувања во финансискиот систем.

Оттука, цел на ова истражување е да се анализира процесот на трансформација на глобалната банкарска криза 2008 – 2010 година во глобална должничка криза, да се навлезе подлабоко во глобалната должничка криза од 2011 година и да се анализираат и да се објаснат последиците од неа и можните решенија за нејзино сузбивање. За да може подобро да се објаснат и да се лоцираат последиците од глобалната должничка криза потребно е најпрво да се разгледа меѓународната димензија на кризата и да се согледаат меѓусебните врски на задолженост помеѓу земјите.

Целта на ова истражување не е да се даде детален опис на глобалната финансиска криза, туку да се прикаже процесот на нејзина трансформација во глобална должничка криза. За да се оствари оваа цел, најпрво се пристапува кон објаснување на поимот **финансиски кризи**, како и причините и последиците од глобалната финансиска криза за да може понатаму јасно да се нагласи нејзината врска со глобалната должничка криза и да се продолжи со детална разработка и анализа на оваа актуелна должничка криза.

Во секој случај, многу е битно да имаме солидно ниво на разбирање на феноменот глобална финансиска криза со цел да можеме да ги лоцираме нејзините ефекти врз меѓусебната задолженост на светските економии. Оттука, во овој труд е елаборирана комплетна студија на овој настан. Причините, последиците и конкретното влијание на глобалната финансиска криза врз појавата на глобалната должничка криза се анализирани на високо научно ниво.

Наша задача е со помош на овој труд да ги идентификуваме ефектите на глобалната должничка криза врз светските економии и да изнесеме можни решенија за излез од оваа криза.

1.3. План на презентирање на материјата

Овој докторски труд е систематизиран во вовед, три поглавја и заклучни разгледувања. Воведниот дел на трудот ги вклучува актуелноста на проблематиката на истражувањето, предметот и целите на истражувањето, планот за презентирање на материјата и методологијата на истражувањето. Притоа акцентот е ставен на актуелната глобална должничка криза и процесот на нејзиното појавување преку трансформација на глобалната финансиска криза 2008 – 2010 година. Всушност, може да се каже дека глобалната должничка криза е најголемата последица од глобалната финансиска криза од 2008 година. По генералниот вовед, втората глава нуди објаснување на поимот за глобална финансиска криза. Тука се објаснуваат трите основни вида финансиски кризи, систематизирани според причинителите на кризата. На крајот од втората глава следува осврт кон светските финансиски кризи и берзански крахови низ историјата. Се прави компарација помеѓу различните финансиски кризи од аспект на нивните причинители и последици.

Следната глава го преставува првиот поголем дел од овој труд. Се зборува за причините и последиците од глобалната финансиска криза од 2008 до 2010 година. Посебно се истакнуваат причините за појава на глобалната финансиска криза, при што може да се заклучи дека оваа финансиска криза, всушност, е банкарска криза. Најпрво се истакнува улогата на кредитната криза на хипотекарниот пазар врз

развојот на глобалната криза. Потоа, следствено, се продолжува со објаснување на растот на станбениот меур поврзан токму со појавата на кредитната криза. Се нагласува ефектот на финансиските иновации врз појавата на кризата, особено на секјуритизацијата и кредитните деривативи. Големо значење за појавата на глобалната финансиска криза имаат несоодветната финансиска регулација, како и несоодветното вреднување на ризикот од страна на кредит рејтинг-агенциите, па затоа тие се посебно обработени во овој дел од трудот. Од причина што оваа финансиска криза де факто претставува глобална банкарска криза, во оваа глава се анализирани токму ризиците со кои се соочуваат банките во услови на криза. Опишан е и развојот на една системска криза, која во светски рамки опфатила многу земји. Следува елаборирање на последиците од глобалната финансиска криза каде што најпрво се согледуваат ефектите на кризата врз финансиските пазари и ефектите од кризата врз глобалната економија. Потоа е изнесен одговорот на владите на ефектите од глобалната финансиска криза преку краткорочни решенија и регулација. Анализирани е ефектот на контрацикличната макроекономска политика врз глобалната финансиска криза. Во овој дел, всушност, се разгледуваат ефектите од кризата од аспект на различните теории на бизнис-циклуси. На крајот на третата глава се зачнува развојот на глобалната должничка криза, како една од последиците на глобалната финансиска криза. Притоа, се истакнува и феноменот на кризи близначки, што претставува истовремено постоење на банкарска и должничка финансиска криза во одредени земји.

Преку четвртата глава од овој труд продолжуваме кон анализирање на глобалната должничка криза од 2011 година. Најпрво ја разгледуваме меѓународната димензија на кризата. Потоа ја мериме должничката изложеност на земјите и ги прикажуваме меѓусебните врски на долгови помеѓу земјите. Најмногу се задржуваме на најактуелниот проблем, а тоа е европската должничка криза. Согледуваме како се појавила европската должничка криза. Нејзините зачетоци лежат во најразвиените европски земји. Но, тие не се и најпогодени од кризата. Најсилните ефекти од кризата се гледаат кај фискално најслабите земји од еврозоната. Ги разгледуваме причините поради кои овие земји влегле во должничката криза, а потоа поодделно ги разработуваме овие земји. Станува збор за следниве земји: Грција, Ирска,

Италија, Португалија и Шпанија. Потоа се елаборираат предлозите за излез од должничката криза. Како прв предлог се разгледува можноста за реструктурирање на долгот. Втор предлог би бил имплементација на иновативна фискална стратегија во рамките на Озборнскиот план на Велика Британија. Трет излез од кризата би бил употребата на странски инвестиции за стимулација и за подобрување на економската состојба на погодените земји. Четвртиот и петтиот предлог се земјата да излезе од Европската монетарна унија, односно целосно да излезе од Европската Унија (ЕУ), соодветно. Шестиот предлог е воведување на договор за фискална стабилност во рамки на ЕУ. Седмиот предлог за излез од кризата е преку издавање еврообврзници. Осмиот предлог е излез од кризата преку формирање Европска фискална унија. Деветтиот предлог е излез од кризата преку опоравување на европските банки и воведување авторитет за излез од криза. Десеттиот предлог за излез од кризата е преку формирање Европски монетарен фонд. Единаесеттиот предлог за излез од кризата е преку формирање банкарска унија во рамки на ЕУ. Потоа се елаборираат краткорочните мерки преземени од страна на Европската Унија (ЕУ) за справување со должничката криза. Следува одговор на сè уште отвореното прашање, а тоа е дали еврото ќе преживее. Исто така, второ отворено прашање е дали должничката криза ќе ги погоди и САД, Кина и Јапонија. Понатаму, го анализираме и влијанието на должничката криза во балканските земји, а во посебен наслов ги разгледуваме ефектите од должничката криза во Македонија.

На крајот на овој докторски труд следуваат заклучните разгледувања каде што се изнесуваат резултатите од ова истражување преку дијагностицирање на состојбата на светските економии во периодот на глобалната должничка криза. Преку изнесување на причините за појава на глобалната должничка криза, како и ефектите кои таа ги предизвикала, се нудат можни решенија за излез од кризата на земјите кои се најпогодени од неа. Тука се даваат и насоки на македонските експерти, во случај кризата да навлезе во нашата земја, да имаат на располагање можни начини за справување со неа и спречување на нејзино понатамошно развивање во земјата.

Последниот дел од овој докторски труд се референците кои се користеле при изработка и при анализа на главната тема на трудот.

1.4. Методологија на истражувањето

Ова истражување се заснова на основните карактеристики на еден научен труд: објективност, веродостојност, прецизност, систематичност и сеопфатност. Докторската дисертација е напишана на јасен и разбирлив стил, со логично и конзистентно упатување на добиените заклучоци од извршените анализи. Користени се бројни расположливи информации од различна литература од областа на финансиските кризи, конференции и дискусии, блогови, форуми и статии од списанија и дневни весници, како и веб-страници од централни банки и различни регулаторни тела. При обработка на предметната материја, сите релевантни податоци се систематизирани и се анализирани со помош на неколку научни методи кои наоѓаат примена во научните истражувања од областа на општествените науки. Од методолошки аспект, најпрво се користени методите на индукција и дедукција. Индуктивниот метод подразбира поаѓање од она што е познато и што е изучено, а потоа, врз основа на доследна и систематска примена на индуктивен начин на заклучување, се доаѓа до она што не е изучено. Во овој докторски труд појдовна точка ни се сите познати настани поврзани со глобалната финансиска криза, а потоа преку нив ќе покажеме како таа се трансформирала во глобална должничка криза. Наспроти индуктивниот метод, дедуктивниот метод се темели на донесување заклучоци од општи судови кон поединечни или кон други општи судови. Служи за објаснување на ставови и закони, предвидување на идни движења и случувања, откривање нови ставови и закони и сл. Тука, поаѓајќи од глобалната финансиска криза, се донесени заклучоци за случувањата кои следуваат во врска со новата глобална должничка криза.

Исто така, користени се методите на анализа и синтеза. Методот на анализа опфаќа расчленување на сложените поими, судови и заклучоци на нивните едноставни составни делови, а потоа изучување на секој дел поединечно, како и во однос на

другите делови. Тука, пред сè, повторно е расчленет комплексниот поим на глобална финансиска криза на неговите составни делови и се елаборирани меѓусебните врски помеѓу овие делови. Дали поголемо влијание на глобалната финансиска криза имала слабата регулативна рамка, институциите или новите финансиски инструменти, односно финансиските иновации?; Кои се составни делови на глобалната должничка криза?... Методот на синтеза претставува научно истражување по пат на спојување на делови или елементи во една целина, составување на едноставни мисловни единици во сложени и на сложените во уште посложени. Со методот на синтеза се синтетизирани ефектите на глобалната должничка криза врз развиените земји, балканските земји и сумирани се во заклучоци околу понатамошното одвивање на оваа криза.

За споредба на зафатеноста од должничката криза на поодделните земји е користен компаративниот метод на економска анализа. На овој метод се надоврзани и статистички методи за анализа на ефектите од глобалната банкарска и должничка криза преку статистички резултати, графикони и табели. На тој начин имаме можност да ги откриеме карактеристиките и структурата на појавите, како и причинско-последичните врски помеѓу истражените појави, конкретно кризи. Статистичката метода е индуктивно-генерализаторска метода, бидејќи врз основа на карактеристиките на одреден број елементи се изведуваат генерални заклучоци за целиот предмет на истражување.

Практичното значење на оваа докторска дисертација се огледа во тоа понудените резултати и заклучоци да се искористат од страна на македонските експерти во поглед на преземање акции за спречување на влез на глобалната должничка криза на нашите простори, а, сепак, доколку се појават негативни ефекти, тие да можат да преземат вистински акции за правилно справување со кризата.

Всушност, научниот придонес на овој докторски труд произлегува од правилното дијагностицирање на причините за појавата на глобалната должничка криза, а според тоа, и донесување на правилна одлука при избор на стратегиите за излез од кризата.

2. Поим за финансиските кризи

2.1. Глобална финансиска криза – општ поим и карактеристики

Глобалната финансиска криза од 2008 година е совршен пример кој ја покажува мултидимензионалната природа на кризите. Тие можат да ги погодат малите и големите земји, како и сиромашните и богатите земји. Реинхарт и Рогоф укажуваат дека финансиските кризи претставуваат еднаква закана за сите (Reinhart и Rogoff, 2013). Тие можат да бидат домашни или надворешни, да го погодат јавниот или приватниот сектор. Можат да бидат со различна големина и форма, да се трансформираат низ времето од една во друга форма и енорно брзо да се шират надвор од границите на една земја. Тие честопати бараат многу брз одговор од страна на економските политики, повик за големи промени во финансискиот сектор и во фискалната политика и координација на различните политики на глобално ниво.

Широкото влијание на последната глобална финансиска криза ја нагласува важноста од темелно познавање и разбирање на кризите. Како што сликовито покажаа последните настани, последиците од финансиските падови можат да бидат значителни и длабоко да влијаат на водењето на економските и финансиските политики. Интегрален дел на тековните дебати за справување со кризи претставува деталната анализа на околностите и причинителите со цел да се даде најдобар одговор на кризите. Ова е особено битно поради што ефектите од последната криза сè уште се чувствуваат низ светот.

Финансиските кризи низ историјата имаат предизвикано бројни дебати помеѓу економистите. Економистите се обидуваат да изнајдат начин за навремено детектирање и сузбивање на кризите уште пред тие да предизвикаат штети во економијата, кои понатаму би барале далеку подолго време и енергија за враќање на економската состојба во нормала, во насока на очекуваниот економски раст и развој.

Сепак, во изминатава декада финансиските кризи го стопираа економскиот развој во многу земји низ светот. Во некои земји финансиските кризи успеаја речиси комплетно да ги уништат нивните финансиски системи.

Поимот **финансиски кризи** се однесува на состојбата кога финансиските средства губат голем дел од нивната номинална вредност.

Според различни економисти, постојат различни дефиниции за финансиските кризи.

Киндлебергер ги поврзува финансиските кризи со неколку критични елементи, а тоа се: шпекулација, монетарна експанзија, пораст на цената на средствата, по што би следел нивен драстичен пад и трка за пари (Kindleberger, 1989).

Друга дефиниција укажува на врската помеѓу финансиските пазари и реалниот сектор, при што клучен фактор е неможноста на финансиските пазари да го алоцираат капиталот, при што доаѓа до застој во финансиското посредување, а според тоа, и пад на инвестициите. Слично гледиште е дека финансиската криза е нарушување на финансиските пазари, кое води до губење на пазарната способност за алокација на капиталот.

Финансиската криза најдобро можеме да ја разбереме ако ја сфатиме како сплет од настани, вклучувајќи значителни промени во кредитниот обем и цената на средствата, сериозни нарушувања во финансиското посредување, особено во понудата на надворешно финансирање, билансни проблеми од големи размери и потреба од голема владина поддршка. Додека овие настани можат да бидат водени од различни фактори, на финансиските кризи често им претходат бумови на страна на средствата или на кредитната страна кои се трансформираат во крахови. Многу теории кои се фокусираат на изворите на финансиската криза ја нагласуваат важноста на ударните придвижувања на пазарите на средства и капитал.

Во секој случај, финансиската криза може да се задржи во рамки на една земја или да се рашири во регионална, меѓународна, па и глобална финансиска криза.

Постојат четири главни елементи кои ја одликуваат глобалната финансиска криза, и кои ја одвојуваат од регионалните и од меѓународните финансиски кризи (Reinhart и Rogoff, 2009, p.260):

- Кризата зафаќа два или повеќе континента.
- Бројот на земји афектирани од кризата во рамки на еден континент е најмалку три или повеќе. Преку бројот на афектирани земји се осигуруваме дека доколку кризата погоди некоја поголема земја (како, на пример, САД од американскиот континент или Кина од азискиот континент), иако зафаќа голема површина и е голема велесила, тоа нема да е доволно за кризата да се прогласи за глобална, сè додека со истата криза истовремено не се зафатени и најмалку две други земји од истиот континент и уште најмалку три земји од друг континент.
- Најмалку еден глобален финансиски центар е зафатен од систематската криза. Преку овој услов се осигуруваме дека најмалку една од афектираните земји има значаен (иако не мора да значи и доминантен) удел во светскиот бруто-домашен производ (БДП). Кризите во глобалните финансиски центри директно или индиректно влијаат на финансиските текови на голем број други земји.
- Композитниот БДП пондениран индекс, во однос на просечната глобална финансиска турбуленција, изнесува најмалку една стандардна девијација над нормалата.

Табела 2.1.: Селекција на епизоди на глобални кризи наспроти меѓународни економски кризи

Криза	Тип на криза	Најмногу афектирани глобални финансиски центри	Најмалку два различни региона	Број на земји во секој зафатен регион
Банкарската паника во САД од 1907 година	Глобална	САД	Европа, Азија и Латинска Америка	Франција, Италија, Јапонија, Мексико и Чиле
Големата депресија 1929 – 1938 година	Глобална	САД и Франција	Сите региони	Речиси во сите земји

Должничката криза од 1980-тите	Мултинационална (се задржала во земјите во развој)	САД (но, кризата не станала системска)	Земјите во развој од Африка, Латинска Америка и Азија	Земјите во развој започнале да запаѓаат во должнички кризи, пад на валутите и висока стапка на инфлација
Азиската финансиска криза од 1997 година	Мултинационална	Јапонија	Азија, Европа и Латинска Америка	Југоисточна Азија, Русија, Украина, Колумбија и Бразил
Финансиската криза 2008 – 2010 година	Глобална	САД, Велика Британија	Сите региони	Речиси во сите земји

Извор: Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S., (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, New Jersey, pp. 260–261

Проблемите кои произлегуваат од финансиските кризи се сè посериозни и позначајни во контекст на глобализацијата и интернационализацијата на финансиските пазари. Финансиските кризи од еден регион можат да имаат влијание на други региони од географски различни делови од светот, со што би можело да се пренесат и да предизвикаат проблеми во целиот глобален финансиски систем.

Финансиските кризи можат да се класифицираат на различни начини. Честопати, финансиските кризи истовремено припаѓаат на две или повеќе различни типови кризи или, пак, се трансформираат од еден во друг тип криза. Според тоа, не може јасно да се детерминира дали една криза припаѓа на една или на друга група кризи. Тоа особено важи за глобалните финансиски кризи.

Финансиските кризи во денешно време станаа многу чест феномен поради брзото ширење на глобализацијата на финансиските пазари.

Многу е битно да се разбере природата на финансиските кризи и интензитетот на нивното појавување, токму поради брзото ширење на глобализацијата на финансиските пазари.

Ако се сумира интензитетот на појавување на финансиските кризи во светски рамки, може да се увиди дека во периодот од 1970 до 2011 година настанале 431 финансиски кризи во светски рамки, од кои 147 банкарски кризи, 217 валутни кризи и 67 должнички кризи (Laeven и Valencia, 2014). Статистичките податоци покажуваат дека големата финансиска и макроекономска нестабилност се главните виновници за многу честата појава на финансиски кризи во овој период.

Клучен чекор за зајакнување на глобалниот финансиски систем и за намалување на идните ризици од повторно настанување на финансиски кризи е да се разбере кои се карактеристиките на финансиските кризи и што имаат заедничко поодделните финансиски кризи. Преку анализа на фреквенцијата на појавување на финансиските кризи може да се помогне полесно да се управува со самата криза во случај на нејзина појава.

Некои економисти, сепак, сметаат дека секоја криза е различна и дека анализирањето на историските податоци е залудно. Финансиските кризи не можат да се предвидат ниту да се контролираат.

Постои и сфаќање дека денес сме попаметни од вчера, дека знаеме да учиме од нашите грешки и дека во иднина полесно ќе се справуваме со кризите.

Според повеќето економисти, главните причини за глобалните финансиски кризи се порастот на јавниот, банкарскиот, корпоративниот и приватниот долг, што често резултира со појава на голем систематски ризик. Ваквата ситуација креира илузија дека економскиот раст е многу побрз од реалниот. Брзиот пораст на цените на недвижностите и акциите го водат економскиот раст над нивото на долгорочната стабилност, а, притоа, делува дека банките имаат поголема стабилност и профитабилност од реалната. Научниците веруваат дека високото ниво на пораст на долгот во економијата е клучен фактор за настанување криза, особено во случај кога долгот е краткорочен и мора константно да се рефинансира. Инструментите за позајмување се од голема важност за сите сектори во економијата, но одржувањето на рамнотежа помеѓу ризиците од задолженоста и можностите кои ги нудат средствата стекнати со задолжување е секогаш голем предизвик за власта, инвеститорите и граѓаните.

Повеќето финансиски кризи имаат негативно влијание на економијата, предизвикувајќи длабока економска рецесија, длабок дефицит во тековната сметка, и ненадејно ширење во други земји (Laeven и Valencia, 2008). Најчести причинители на финансиските кризи се комбинација од водење неконзистентна макроекономска политика (која вклучува голем дефицит на тековната сметка и високо ниво на јавен долг), прекумерен кредитен бум и огромни капитални текови. Во секој случај, изборот на најдобро решение за финансиската криза и иницирање за опоравување на економијата е многу тешко, пред сè поради тоа што различните влади се стремат да достигнат различни цели. Некои настојуваат да ги минимизираат фискалните трошоци на финансиската криза, други да ги лимитираат економските загуби, а трети да воведат долгорочни структурни реформи.

Финансиските кризи не се нов светски феномен. Во минатото финансиските кризи биле предизвикувани од депресијација на валутата, кога владетелот на земјата ќе ги намалел златните или сребрените монети во оптек, сè со цел да ги покрие буџетските дефицити акумулирани од трошоците за време на војните. Технолошкиот прогрес придонел владиниот буџетски дефицит да почне да се генерира од други причинители. Сепак, финансиските кризи постојат и во денешно време. Иако финансиската криза не е нов феномен во светот, идентификувањето и класификацијата на финансиските кризи се актуелни и ден-денес. Многу научници и политичари зборуваат за различни видови финансиски кризи, користејќи еден генерален концепт кој би важел за сите нив, но таквата перцепција и интерпретација не е точна.

Специфичната идентификација на типот на финансиска криза е многу важен чекор за управување со финансиските кризи.

Според различни економисти, постојат различни класификации на финансиските кризи. Некои економисти финансиските кризи ги класифицираат според нивното потекло и опсег, други според причинителите на кризата, а има и такви кои тврдат дека не постои таков феномен – финансиска криза. Во овој труд, како најрелевантна за овој вид истражување, ќе ја презентираме класификацијата на финансиските кризи според потеклото на кризата, во смисла на тоа од што потекнува кризата во нејзината основа.

2.2. Видови финансиски кризи

Според потеклото на кризата, финансиските кризи можат да се поделат на три групи:

- банкарски кризи;
- шпекулативни меури;
- должнички кризи.

2.2.1. Банкарски кризи

Банкарска криза претставува финансиска криза која влијае на активноста на банките, а поконкретно на начинот на кој банките управуваат со нивните средства, обврски и сопствен капитал. За време на кризите банките се изложени на феномен на масовно повлекување на средства од страна на депозиторите. Ова настанува како резултат на паниката предизвикана на финансискиот пазар, бидејќи депозиторите веруваат дека банката може набрзо да биде доведена до банкрот, а тие, како резултат на тоа, да го изгубат капиталот кој им се акумулирал со години. Такви примери на паника се случајот со банката „Бенк оф Америка“ (Bank of America) од 1931 година и со британската банка „Нортерн рок“ (Northern Rock) во 2007 година. Како одговор на настанатата паника, британската влада понуди вонредни кредити преку „Бенк оф Америка“ за да ги покријат краткорочните ликвидносни проблеми на банката. И покрај тоа, вонредните кредити не успеаа да ја подобрат и да ја стабилизираат настанатата состојба, така што британската влада беше принудена да ја национализира банката „Нортерн рок“.

Како резултат на систематска банкарска криза, финансискиот и корпоративниот сектор во земјата, исто така, се соочуваат со финансиски проблеми во отплатите. Од целиот сплет на околности се појавуваат проблеми во земјата со отплата на кредитите, така што најголемиот дел од банкарскиот капитал слабее. Оваа ситуација е пропратена со пораст на каматните стапки, со забавување или со

намалување на капиталните текови, како и со намалување на вредноста на средствата, капиталот и недвижностите.

Банкарските кризи кои се појавија во последните декади иницираа бројни предизвици и проблеми за многу банкари, истражувачи и аналитичари во различни земји од светот, во насока на поефективно водење на банкарските активности со цел да се заштити финансиската стабилност во земјата. Финансиската стабилност во земјата е клучна за поддршка на економскиот развој на секоја земја со цел таа да биде поконкурентна на регионалните и на глобалните пазари.

Банките се сметаат за клучни институции за водење на деловната активност во рамки на еден пазар. Според тоа, за време на финансиските удари банките се поддржани од нивните влади преку овозможување дополнителна ликвидност, сè со цел да се заштитат од економска кохезија.

Многу економисти сметаат дека во случај на систематска криза банките се преголеми за да пропаднат поради негативните ефекти кои ќе настанат во економијата при нивниот банкрот. Потенцијалната штета од пропаст на банките би повлекла далеку поголеми трошоци за економијата, во однос на трошокот кој би го презела владата за да ѝ помогне на банката да не банкротира. Американската влада неколку пати ги има помагано нејзините банки преку различни воспоставени програми за време на банкарските кризи.

Најголема програма за спасување на банките досега е спроведена во 2008 година од страна на американската влада во вредност од 700 милијарди долари, како резултат на финансиската криза која настана во истата година. Како резултат на оваа криза, многу финансиски институции во Америка банкротираа, вклучително и „Леман брадрс“ (Lehman Brothers), која беше четврта банка по големина во САД. Ова беше најголемиот банкрот во американската историја, а настана како резултат на масовно повлекување на средства од страна на депозиторите, драстични загуби на вредноста на акциите и инцидентна девалвација на средствата од страна на кредит рејтинг-агенциите, како што се: „Стандард и Пурс“ (Standard and Poor's), „Фич груп“ (Fitch group) и „Мудис“ (Moody's). Но, не беше таков случајот само со „Леман брадрс“. За време на 2008 година, од истата причина банкротираа дваесет и пет (25) други банки во САД.

Генерален заклучок е дека банкарските кризи го ограничуваат економскиот развој на земјите. Но, иако кризите, пред сè, имаат ефект на намалување на економската активност, проблемите во банкарскиот сектор имаат негативни ефекти и врз реалната економија. Преку анализа на анатомијата на финансиските кризи во 50 земји, Кашин и Дутагупта во 2011 година заклучија дека постојат три фактора кои влијаат на растот на банкарските кризи (Duttagupta и Cashin, 2011):

- многу висока инфлација;
- ниска ликвидност на банкарските депозити;
- ниска профитабилност на банките.

Според студијата на Ариџа од 2008 година, земјите кои се економски зависни од странски средства потешко ги поднесуваат банкарските кризи, во однос на земјите кои се економски независни (Ariccia, 2008). Од друга страна, резултатите од студијата на Крознер од 2007 година покажуваат дека растот на негативните ефекти на финансиски зависните земји е многу повисок кај земјите со подлабоки финансиски системи (Kroszner, 2007). Студијата на Серва од 2010 година нагласува дека големината на кризата е главен фактор, кој влијае на нивото на економски развој (Serwa, 2010).

2.2.2. Шпекулативни меури

Вредноста на средствата, во смисла на вистинска вредност, е многу стар поим во економијата. Многу поединци кои пројавиле интерес во оваа област се имаат запрашано дали постои реална основа за формирање на тековните цени на златото, земјиштето, акциите, куќите или на вредноста на парите пред да се донесе одлука за инвестиција. Основната финансиска теорија укажува дека цената на средствата е еднаква на сегашната вредност на нејзините идни примања. Во принцип, во економија со определен број учесници средствата мораат да бидат вреднувани врз основа на фундаменталната вредност на пазарот.

Овој заклучок не може да се примени, со оглед на тоа што учесниците на пазарот не поседуваат еднакви информации за реалната состојба на компаниите со чии акции тие тргуваат. Ова укажува на краткорочно и долгорочно планирање на фирмите. Природата на нештата им дозволува на поединците, кои имаат инсајдерски информации, да можат да шпекулираат со цените на акциите. Според тоа, разликата помеѓу пазарната цена и основната цена на средството се нарекува меур (Tirole, 1985). Со други зборови, меурите се однесуваат на ценовни движења кои се базирани на необјаснета основа.

Шпекулативните меури укажуваат на ситуација во која цените на хартиите од вредност растат над нивната реална вредност. Ваквиот тренд продолжува сè додека потенцијалните инвеститори веруваат дека цените не се поврзани со пазарната вредност. Дотогаш тие вообичаено купуваат хартии од вредност, бидејќи веруваат дека цената на хартијата од вредност ќе продолжи да расте до моментот кога ќе се одлучат да ги продадат хартиите од вредност и притоа ќе остварат профит (Stiglitz, 1990). Присуството на шпекулативни меури ја зголемува можноста за пазарна нерамнотежа, давајќи им на инвеститорите можност да купуваат акции, додека цените на акциите константно растат. Ако во определен момент повеќето трговци одлучат да ги продадат своите акции истовремено, на пазарот нема да има купувачи. Како резултат на тоа претпоставените пазарни цени ќе паднат, а вредноста на акциите драстично ќе се намали.

Низ историјата на финансиските пазари одвреме-навреме се случуваат шпекулативни меури, кои честопати се со катастрофални ефекти. Најпознати историски случаи на шпекулативни меури се: Меурот на холандските лалиња (1637), Мисисипи меурот (1719 – 1720), Меурот на Јужното Море (1720), Биковиот пазар (1924 – 1929), Јапонскиот економски меур (1984 – 1989) и Експлозијата на интернет-меурот (2003).

2.2.3. Должнички кризи

Должничките кризи многу често го погодуваат меѓународниот финансиски систем. Меѓународните финансиски кризи, кои неодамна се појавија во повеќе земји, предизвикаа хаос во соодветните економии. Кризите од овој тип генерираа социјално незадоволство, пораст на стапката на невработеност, намалување на кредитниот рејтинг од страна на различни агенции, пад на цените на акциите на берзите, пад на странските директни инвестиции, како и приватизација на јавните средства и индустрии. Владите на земјите кои беа погодени од финансиската криза преземаа различни мерки со цел да го стабилизираат пазарот и да ги одржат нивните економии. Монетарните кризи, кои се должеа на девалвацијата на валутите и на губењето на моќта на земјите да го отплатат надворешниот долг, резултираа со банкрот на соодветните земји.

Во последниве декади, најчесто во земјите во развој, се користи девизниот курс како интермедијарна цел на монетарната политика. Во раните 90-ти години на минатиот век, особено земјите кои минуваа низ транзиција од централизиран економиј во либерални економии користеа режим на фиксен девизен курс врзан за некоја силна меѓународна валута. Влијанието на шпекулаторите беше причина многу земји да ја девалвираат сопствената валута по повеќе последователни напади. Намалувањето на странските капитални текови имаше влијание на платниот биланс на земјите и водеше до монетарен колапс. Следствено, ваквиот монетарен режим ја нагласи крвкоста на системот и неспособноста истиот да се заштити од шпекулативни напади (Pillinkus, 2011).

До последниве три декади ретко се случуваа должнички кризи во финансискиот систем. Од 1980 година ваквиот тип на кризи почна да се шири. Најпознати должнички кризи од овој период се: должничката криза од 80-тите во земјите во развој, азиската финансиска криза од 1997 година, руската криза од 1998 година, како и кризите на европскиот монетарен систем. Во сите овие случаи погодените држави беа поддржани од програмите на Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) за сузбивање на кризите.

За време на 90-тите години од минатиот век бран од шпекулативни напади го нападна европскиот монетарен систем, принудувајќи ги земјите, како што се: Англија, Финска, Италија, Шведска и Норвешка, да го напуштат режимот на фиксен девизен курс и да преминат во флукуирачки режим. Тоа значи да се дозволи девизниот курс на меѓународните пазари да се формира врз основа на нивото на понудата и побарувачката. Кризата која се појави во овие земји произлегуваше од водење неадекватна монетарна политика, но, пред сè, поради постоењето чисти шпекулации, бидејќи земјите од европскиот монетарен систем имаа целосен пристап и на домашните и на странските пазари на капитал. Особено поради тоа што овие земји немаа потреба да ги монетизираат нивните депозити (Coulibaly, 2009).

2.3. Светски финансиски кризи и берзански крахови низ историјата

Ќе наведеме неколку примери на финансиски кризи и берзански крахови во светот, кои ќе ни бидат појдовна точка за подобро разбирање на околностите при појавување на кризата од 2008 година.

Како најголеми и најзначајни кризи ќе ги споменеме следниве:

- Меурот на холандските лалиња од 1637 година.
- Кредитната криза од 1772 година.
- Банкарската паника во САД од 1907 година.
- Германската хиперинфлација 1918 – 1924 година.
- Биковиот пазар 1924 – 1929 година.
- Големата депресија 1929 – 1938 година.
- Нафтената криза 1973 година.
- Должничката криза од 1980-тите во земјите во развој.
- Јапонскиот економски меур 1986 – 1991 година.
- Американската криза на специјализираните банки за штедење и кредитирање 1986 – 1989 година.

- Црниот понеделник од 1987 година.
- Мексиканската текила-криза од 1994 до 1995 година.
- Источноазиската финансиска криза од 1997 година.
- Руската криза од 1998 година.
- Аргентинската економска криза 1999 – 2002 година.
- Интернет-меурот на влезот во новиот милениум.
- Глобалната финансиска криза 2008 – 2010 година.

Меурот на холандските лалиња од 1637 година

Според бројни извори, прва финансиска криза во историјата претставува Меурот на холандските лалиња од 1637 година. Оваа криза претставува и зачеток на финансиските шпекулации. Интересно е дека оваа криза не се однесува на некој реален имот или компанија, туку се однесува на луковици за садење лалиња. Во Холандија, во 17-тиот век, лалињата претставувале статусен симбол на луксуз и богатство. За најбогати се сметале поединците кои поседувале најретки и најуникатни лалиња. Лалињата, откако вештачки ќе се инфицирале со одредени вируси, добивале прекрасни уникатни бои и шари. Токму тие ретки вештачки добиени лалиња се сметале за највредни. Но, за тој процес на инфицирање со вирус и чекање лалињата да пораснат биле потребни околу 12 години. Со цел луѓето навремено да се осигураат дека ќе можат да купат од овие лалиња откако ќе пораснат, тие почнале да потпишуваат таканаречени фјучерс-договори. Фактичката продажба на лалиња се одвивала во април и мај, а на пазарот се вршела купопродажба без присуство на активата (лалињата) во текот на целата година. Сето тоа се правело со заверки на нотар. Пазарот на лалиња се креирал спонтано, во моментот кога трговијата почнала да се одвива преку посредници и преговарачи. Побарувачка за лалиња почнала да доаѓа и од други земји, како што се Франција и Англија. Професионалните одгледувачи на лалиња биле подготвени да платат сè повисоки суми пари за овие популарни цвеќиња. Некои лалиња вределе дури повеќе и од просечната годишна плата на населението.

Како резултат на порастот на цените на лалињата, многу инвеститори, земјоделци и трговци пропаднале, а холандската економија почнала да паѓа во криза. Во 1637 година било невозможно да се одговори на зголемената побарувачка за лалиња и тогаш настанала кризата. Цените на лалињата паднале за околу дваесет пати. Купувачите и продавачите или изгубиле огромни износи на пари или биле тотално уништени.

Престанала трговијата со фјучерси. Шпекулаторите побарале помош од владата, која дозволила фјучерс-договорите да се поништат со 10 % надомест. Многу иматели на фјучерс -договори решиле да ги разменат нивните договори за надомест од 10 %. Продавачите на лалиња останале со огромен број лалиња на залиха.

Со анализирање на овој феномен економистите нагласуваат дека кога на пазарот е нешто комплетно ново и непознато, тоа станува популарно за широката маса, а на шпекулаторите им е полесно за манипулирање. Луѓето полудуваат ако некој ги убеди дека за брзо време можат да се збогатат, па макар и збогатувањето да е преку луковици на лалиња.

Кредитната криза од 1772 година

Кредитната криза од 1772 година потекнува од Лондон, а се раширила и во другите делови на Европа, како, на пример, во Шкотска и Холандија. Еден од партнерите на банкарската куќа „Нил, Џејмс, Фордис енд Даун“ (Neal, James, Fordyce and Down) од Лондон, Александар Фордис, на 8 јуни 1772 година избегал во Франција со цел да избегне отплата на долг. Тоа резултирало со колапс на фирмата и создавање паника во Лондон.

Во тоа време економскиот раст бил зависен од употребата на кредитите, чиј расположлив износ директно зависел од довербата на луѓето во банките. Бидејќи довербата почнала да се губи, следела парализа на кредитниот систем. Огромна маса на луѓе чекала пред банките да си ги повлече депозитите. Како резултат на тоа дваесет (20) битни банкарски куќи банкротирале или ја сопреле исплатата до крајот на јуни 1772 година, а и многу други фирми претрпеле пропаст за време на кризата. „Ист Индија компани“ (East India company) претрпела значајни загуби и значајно

опаднала вредноста на нејзините акции. Поради тоа што банкарските куќи од Холандија имале поголеми инвестиции во „Ист Индија компани“, тие, исто така, претрпеле загуби заедно со останатите акционери, па така кризата се прелеала од Лондон во Амстердам.

Банкарската паника во САД од 1907 година

Банкарската паника од 1907 година претставува финансиска криза во САД, која се одвивала во период од три недели, почнувајќи од средината на октомври 1907 година, кога е забележан пад на Њујоршката берза од речиси 50 % во однос на нејзината највисока вредност од изминатата година. Настанала паника, бидејќи ова се одвивало за време на економска рецесија. Паниката се раширила низ цела земја, при што многу банки и бизниси биле доведени до банкрот. Во тоа време САД немале централна банка која би интервенирала со враќање на ликвидност на пазарот. Токму тогаш се створила потребата од формирање на централна банка во САД (FED).

Германската хиперинфлација 1918 – 1924 година

Иако хиперинфлацијата која ја погодила Германија не е најголемата во историјата (најголема го има погодено Зимбабве), несомнено е дека таа имала најразорни ефекти.

Во 1914 година девизниот курс помеѓу американскиот долар и германската марка бил 1 долар за 4 марки. До 1923 година курсот пораснал до 1 долар за 1.000 милијарди марки. Хиперинфлацијата во Германија била последица на очигледната интерна политичка нестабилност во земјата, окупацијата на регионот Рур од страна на странските трупи и мизеријата во која се наоѓало нејзиното население.

Биковиот пазар 1924 – 1929 година

Падот на Волстрит или попознат како **Црн вторник** (29 октомври 1929 година) започнал на 24 октомври 1929 година. Тоа е најголемиот берзански удар во историјата на САД, особено ако се земе предвид неговиот целосен тек и времетраењето на падот. Овој настан бил прв сигнал за почетокот на 10-годишната голема депресија која ги зафатила сите западни индустриски земји, почнувајќи од 1930 година. За време на оваа депресија, во 1931 година дошло и до драматичниот пропаст на њујоршката банка „Бенк оф Америка“ (Bank of America).

Големата депресија 1929 – 1938 година

Големата депресија (1929 – 1938 година) го претставува најдлабокиот и најдолготрајниот економски пад во историјата на западниот индустриски свет. Големата депресија во САД започна кратко по падот на Волстрит во октомври 1929 година. Загубите од октомври 1929 година се проценуваат на 16 милијарди американски долари, што за тоа време била астрономска сума. Светскиот аутпут почнал да опаѓа, цените почнале да опаѓаат во Велика Британија, САД, Германија и Франција. Во 1930 година бруто-националниот производ (БНП) опаднал за 9,4 проценти во однос на претходната година, а стапката на невработеност пораснала од 3,2 на 8,7 проценти. Во 1931 година БНП опаднал за дополнителни 8,5 проценти, а стапката на невработеност пораснала на 15,9 проценти. Но, најлошиот период настапил дури во 1932 година. Во 1932 година БНП опаднал за рекордни 13,4 проценти, додека невработеноста се зголемила до 23,6 проценти. Акциите изгубиле 80 проценти од нивната вредност, во однос на 1930 година. Од 1929 до 1932 година дошло до пропаѓање на 10.000 банки, што претставувало 40 проценти од сите банки во САД. БНП опаднал за 31 процент во однос на 1929 година. Над 13 милиони Американци ги изгубиле своите работни места. Меѓународната трговија опаднала за две третини во однос на 1929 година. Највисоката даночна стапка се покачила од 25 на 63 проценти. Потрошувачката и инвестициите опаднале, предизвикувајќи длабок пад во индустрискиот производ и пораст на нивото на невработеност, бидејќи

фирмите кои пропаѓале започнале да ги отпуштаат своите вработени. До 1933 година невработеноста достигнала рекордни 24,9 проценти. Од 1934 година започнал периодот на опоравување од кризата. Кога претседателот Френклин Рузвелт презел реформни мерки за справување со кризата, почнале да се губат најлошите ефекти од Големата депресија, а тоа траело сè до 1938 година. Кај повеќето земји засегнати со оваа криза, негативните ефекти продолжиле да тлеат сè до почетокот на Втората светска војна во 1939 година.

Нафтената криза 1973 година

Нафтената криза од 1973 година започнала во октомври 1973 година кога членовите на Организацијата на арапски земји извознички на нафта – ОАРЕС (сочинета од арапските членови на Организацијата на земји извознички на нафта – ОПЕС, плус Египет и Сирија) прогласиле ембарго за нафта кон земјите кои го поддржувале Израел. Нафтените трошоци значително пораснале, додека, пак, производството било сопрено, особено за САД и за Холандија. До крај на ембаргото, во март 1974 година, цената на нафтата на глобално ниво се покачила од 3 долари по барел до речиси 12 долари, додека американските цени биле и уште повисоки. Нафтената криза, односно нафтениот шок, предизвикала многу краткорочни и долгорочни ефекти врз глобалната политика и глобалната економија. Иако ембаргото траело само пет месеци, ефектите се чувствуваат и ден-денес. Оваа криза е наречена прв нафтен шок, по кој во 1979 година следувал уште еден – втор нафтен шок.

Должничката криза од 1980-тите во земјите во развој

Оваа должничка криза се нарекува и Латиноамериканска должничка криза, а, исто така, е позната и под името **изгубена декада**. Во оваа криза латиноамериканските земји достигнале ниво на странски долг кое ја надминувало нивната заработувачка моќ и тие не биле во можност истиот да го отплатат.

Меѓународните институции ѝ одговориле на кризата со бројни акции, кои во крајна линија овозможиле излез од кризата, но пропратени со непланирани последици врз економиите на погодените земји.

Јапонскиот економски меур 1986 – 1991 година

Јапонскиот економски меур претставува криза во која пазарните цени на недвижностите и на акциите биле подложни на висока инфлација. Меурот се карактеризира со брз пораст на цените на средствата и со прегреана економска активност, како и со неконтролирана понуда на пари и кредитна експанзија. Поконкретно, преголемата доверба и шпекулациите во врска со цените на средствата и акциите биле пропратени со прекумерна олеснувачка монетарна политика.

До август 1990 година берзанскиот индекс „Никеи“ (Nikkei) се преполовил во однос на неговиот плафон, додека јапонската банка „Бенк оф Јапан“ (Bank of Japan) го спровела своето петто монетарно стеснување во тоа време. До крај на 1991 година, цените на средствата почнале да паѓаат. Иако цените на средствата драстично се намалиле до почетокот на 1992 година, економскиот пад продолжил и во наредната декада. Овој пад резултирал со нереализирани кредити, предизвикувајќи проблеми во многу финансиски институции.

Овој период во Јапонија, кој следел по јапонскиот економски меур, се нарекува **изгубена декада** на Јапонија.

Американската криза на специјализираните банки за штедење и кредитирање 1986 – 1989 година

Оваа криза претставува најголем банкарски колапс по Големата депресија од 1929 година. Во САД во тоа време постоеле специјализирани банки за штедење и кредитирање, кои ги користеле депозитите со ниски каматни стапки за финансирање на недвижности. Овие депозити произлегувале од заштедите на населението, а биле заштитени од државата. Населението ги сметало банките за

штедење и кредитирање како сигурен извор за кредитирање при купувањето домови. Во 1980-тите години пазарот на пари станал многу атрактивен, нудејќи повисоки каматни стапки на депозитите. Инвеститорите почнале да повлекуваат пари од нивните штедни сметки, со што изворот на средства на банката почнал да се губи. Банките се залагале конгресот да го укине ограничувањето за користење ниски каматни стапки. Со донесување на актот во 1982 година, на банките им било дозволено да ги покачат каматните стапки. Тогаш банките биле во можност не само да финансираат недвижности туку и да нудат комерцијални и потрошувачки кредити. Ова повлекло можност банките да почнат да инвестираат и во потенцијално ризични кредити. Банките, со цел да го зголемат својот капитал, инвестирале во шпекулативни недвижности и комерцијални кредити. Банките навистина почнале многу бргу да растат. Некои од нив ја дуплирале својата големина, некои пораснале за три пати, а некои почнале секоја година да растат за 100 %. Но, со текот на времето, поради лошите инвестиции во кои влегувале, банките почнале да стануваат сè помалку профитабилни, а дел од нив биле доведени и до банкрот. Дел од банките сè уште продолжиле да функционираат, продолжувајќи да даваат лоши кредити, а нивните загуби само се трупале. Во 1989 година конгресот и претседателот знаеле дека мораат да направат чекор кој ќе значи спас за банкарската индустрија од пропаст. Решиле да ги затворат сите пропаднати банки и да го сопрат понатамошното влегување во загуби. Средствата на банките за штедење и кредитирање биле препродадени, а добиените пари се искористиле за да им бидат вратени дел од средствата на депозиторите, кои најмногу изгубиле од целата ситуација. Тогаш се сменила и регулативата за овие банки, сè со цел да се спречи понатамошно нерационално инвестирање, измами и шпекулации. Помеѓу 1986 и 1995 година пропаднале повеќе од половина од националните банки за штедење и кредитирање со вкупна актива од над 500 милијарди долари.

Црниот понеделник од 1987 година

Оваа криза се однесува на понеделникот на 19 октомври 1987 година, кога берзите низ светот доживеале крах, проследен со многу високи загуби за многу

кратко време. Крахот започнал во Хонг Конг, а се раширил на запад до Европа, погодувајќи ги и САД, откако останатите пазари веќе претрпеле значаен пад. Берзата во Хонг Конг паднала за 45,5 %, во Австралија за 41,8 %, во Шпанија за 31 %, во Велика Британија за 26,45 %, во САД за 22,68 %, во Канада за 22,5 %. Во Австралија и Нов Зеланд оваа криза е позната како **Црн вторник**, поради разликите во временските зони.

Мексиканската текила-криза од 1994 до 1995 година

Оваа криза настанала како резултат на ненадејната одлука на мексиканската влада да го девалвира пезосот наспроти доларот во 1994 година. Кризата била предизвикана од комбинација на слабите и лошо спроведени реформи во државата, политиката на фиксен девизен курс, дефицитот во тековната сметка, политиката на каматни скокови во САД и социјалните немири. Мексиканската криза е комбинација на валутна и банкарска криза. Станува збор за краткорочен проблем на девизниот пазар, кој се решил релативно брзо, како резултат на брзиот одговор на американската влада и на ММФ да обезбедат кредити и кредитни гаранции. Дел од овие пакети за финансиска помош биле подготвени уште пред да настапи кризата, како дел од Северноамериканската алијанса за слободна размена. На овој начин, со добиената помош се спречило оваа криза да се трансформира во должничка криза.

Источноазиската финансиска криза од 1997 година

Таканареченото азиско економско чудо во јули 1997 година се претворило во катастрофа кога инвеститорите ја изгубиле нивната доверба, пред сè во валутите. Високите стапки на принос ги направиле привлечни азиските пазари. Но, кога САД се обиделе да ја ублажат сопствената рецесија со намалување на каматните стапки, САД станале поатрактивни за инвеститорите, и според тоа, азискиот пазар почнал да делува преризичен.

Следувал домино-ефект, кој започнал во Тајланд, а се раширил преку Филипини, Хонг Конг, Индонезија, Малезија и така натаму, иницирајќи непредвидена глобална криза. Азиските берзи, кои дотогаш имале значаен пораст, одеднаш паднале. Тајланд паднал за 75 %, ХСИ (HSI) на Хонг Конг паднал за 23 %, а Сингапур паднал за 60 %. Но, ниеден глобален пазар не останал непогоден.

Руската криза од 1998 година

Корупцијата, неефективната економска политика, девалвацијата на рубљата и политичката нестабилност ја довеле Русија до огромна финансиска криза на крајот на вториот милениум. Како извозник на една третина од светските нафтени резерви и резерви на природен гас, Русија била многу чувствителна на ценовните флукуации. Кога странските инвеститори ги повлекле своите средства од Русија, банките западнале во длабок долг, кој не можел да го покрие дури ни кредитот од ММФ. Годишниот принос од обврзници изнесувал неверојатни 200 %. Кризата го погодила и *Daw*, кој претрпел еден од најголемите падови во историјата.

Аргентинската економска криза 1999 – 2002 година

Оваа криза е позната и како аргентинската голема депресија. Таа започнала во третиот квартал од 1998 година, а траела до вториот квартал на 2002 година. Се случила многу брзо по Големата депресија од 1974 до 1990, по краток период на брз економски раст.

Кризата започнала како резултат на финансиските кризи во Русија и Бразил предизвикани од голема невработеност, немири, пад на владите, раст на надворешниот долг на земјите, како и политиките на фиксирање на девизниот курс за американскиот долар.

Економијата претрпела пад за 28 % во периодот од 1998 до 2002 година. Над 50 % од населението во Аргентина било сиромашно, а 25 % од населението останало без своите домови.

До крај на првата половина од 2003 година, растот на БДП се вратил во нормала, изненадувајќи ги економистите и бизнис-медиумите, а економијата растела во просек по 9 % годишно во период од пет последователни години.

Интернет-меурот на влезот во новиот милениум

Интернет-меурот започнал во 1995 година во времето кога се појавила интернет-компанијата „.com“ (Dot-com). Оваа компанија се базирала на веб или на сервисирање на интернетот, на луѓето и на технологијата. Кога првите *Dot-com* акции претрпеле огромен пораст на вредноста, инвеститорите почнале масовно да го финансираат интернетот. Фактот што *Dot-com* не поседувал веродостоен бизнис-план не ги одвлекол инвеститорите од „фрлање пари“. Инвеститорите и основачите на компанијата сметале дека кога еднаш *Dot-com* ќе го привлече вниманието на јавноста, приливот на пари природно ќе продолжи да доаѓа и во иднина.

Тогаш се појавиле шпекулаторите, креирајќи пазар полн со преценети новоформирани интернет-фирми. Акциите на фирмите од овој сектор бележеле брз пораст и во рамки на еден ден. Тие станале повеќепати повисоки отколку нивната реална вредност. Следела раскошна потрошувачка и астрономски кампањи од страна на *Dot-com*, изведени со помош на парите од инвеститорите, со надеж дека многу брзо ќе почнат да се враќаат. Дневното тргување станало вообичаен начин за брза заработка.

Во 2000 година **NASDAQ** почнал да добива надолен тренд, што довело до пад на вредноста на *Dot-com*. Во март 2000 година интернет-меурот *Dot-com* експлодирал, задавајќи ѝ силен удар на берзата и иницирајќи рецесија не само во *Dot-com* секторот туку и во сите сектори во економиите во светот. Само неколку компании, како што се: „Гугл“ (Google), „Јаху“ (Yahoo), „Ибеј“ (Ebay) и „Амазон“ (Amazon) успеаја да го избегнат ударот од интернет-меурот. Овие компании забележаа брз развој во годините потоа и успеаја да останат клучни играчи во интернет-секторот.

3. Причини и последици од глобалната финансиска криза (2008 – 2010)

3.1. Причини за развој на глобалната финансиска криза (2008 – 2010)

Во 2008 година светот беше погоден од најголемата финансиска и економска криза во поново време. Оваа криза не само што ја зголеми нестабилноста на финансиските пазари туку, истовремено, го наруши нивното нормално функционирање, како алатка за ефикасна алокација на економските ресурси во реалната економија.

Децениите пред да настапи кризата се карактеризираа со експоненцијален раст и развој на финансискиот сектор. Големината на финансиските институции, како и обемот на финансиски трансакции, достигнуваа нивоа кои не се оптимални ни од социјален ни од економски аспект. Ефектот од прекумерниот раст и развој е мулти трилион долари финансиски долг, кој им е препуштен на даночните обврзници да го отплатат.

Финансиите интензивно почнаа да се фокусираат на краток рок, банките за финансирање на своето работење се потпираа на краткорочни позајмици, а на пазарите доминантни учесници беа фондовите за хеџирање и компаниите со високи фреквенции на тргување, кои нивните хоризонти за инвестирање ги мереа во милисекунди, а не во години. Оваа форма на *just in time* финансирање се докажа дека е екстремно дестабилизирачка, придонесувајќи сè побрзо ширење на ефектите врз целиот систем.

Како што интернет и информатичката ера почнаа да земаат замав, така финансискиот систем почна да станува сè помалку транспарентен. Комплексниот и нерегулиран пазар на деривативи преку шалтер, во комбинација со растот на вонбилансните ставки и порастот на даночните повластици доведоа до повеќеслојна нетранспарентност. Оваа нетранспарентност им овозможи на учесниците на финансиските пазари да изградат помалку познати, но високи ризици во системот, скриени од очите на регулаторите. Нетранспарентноста значеше дека кога системот ќе биде погоден од иницијален шок, учесниците на финансиските пазари

ќе ја изгубат меѓусебната доверба, знаејќи дека секој од нив може да поседува токсични средства, немајќи начин да утврдат кој е сигурен и безбеден за тргување, а кој не. Овие факти ја разгореа кризата и предизвикаа загуби кои беа далеку поголеми од иницијално предвидените.

Банките се потпираа на позајмици од неколку банки, кои на почетокот на кризата прикажуваа стапка на левериџ (задолженост) од околу 60 проценти. Додека сè течеше добро, ова им овозможи на банките да напумпаат профити од стотици милијарди долари годишно. Овој левериџ, пропратен со ниските каматни стапки, придонесе висок пораст на цените на средствата, пред сè на недвижностите, со што тие станаа недостапни за обичните луѓе. Платите почнаа да се намалуваат, а тоа ги натера луѓето да позајмуваат, со што финансискиот систем престана да си ја врши улогата на поддршка на доволен раст во реалната економија. Кога меурот го достигна врвот, учесниците на финансиските пазари во САД заробија 40 % од корпоративните профити само за себеси.

Кога проблемите карактеристични за функционирањето на финансискиот сектор се доведоа до нивната преломна точка, владите низ светот се најдоа во заложништво, бидејќи повеќето од институциите беа или преголеми за да пропаднат или преповрзани со други институции за да им се дозволи да пропаднат, така што нивниот банкрот би предизвикал уништување на пошироката економија.

Трилиони долари се потрошија за спасување на финансискиот сектор низ светот, иако „Бенк оф Ингланџ“ (Bank of England) проценува дека вистинските трошоци на кризата изнесуваат десетици, ако не и стотици трилиони долари, во смисла на оштетувањето кое го имаат предизвикано во економијата.

Јасно е дека светот не смее да си дозволи уште една криза од вакви размери. На финансискиот систем му беа потребни сериозни реформи, реструктурирање и повторна регулација.

Но, кои беа главните причини за да дојде до оваа голема глобална криза?

Како главни причини за развојот на оваа глобална финансиска криза ќе ги издвоиме:

- кредитната криза на хипотекарниот пазар,
- растот на станбениот меур,

- финансиските иновации (секјуритизацијата и кредитните деривативи) ,
- финансиската регулација,
- кредит рејтинг-агенциите и фондовите за хеџирање,
- банкарските ризици.

3.1.1. Кредитната криза на хипотекарниот пазар

По интернет-меурот *Dot-com* и економската траума која следуваше по терористичките напади во САД на 11 септември 2001 година, Централната банка на САД, како одговор на рецесијата, реши да ја стимулира економијата преку намалување на каматните стапки на историски ниско ниво. ФЕД (FED) ги намали краткорочните каматни стапки, т.е. каматните стапки на трезорските записи од 6,5 % на 1 % (Greenspan, 2007). Инвеститорите, кои дотогаш вложувале во овие речиси безризични AAA вреднувани хартии од вредност, престанале да вложуваат во нив, бидејќи стапката на принос им била прениска. Но, од друга страна, намалувањето на каматните стапки на трезорските записи предизвикало намалување на каматните стапки на 10-годишните државни обврзници, што, пак, предизвикало намалување на хипотекарните каматни стапки. Позајмувањето пари станало евтино и сите почнале да земаат кредити.

Целта на владата на САД беше да започне бум на пазарот на недвижности, особено во доменот на купување домови, со што ќе креира ефект на богатство и притоа ќе ја извади економијата од рецесија. Намалувањето на каматните стапки ги охрабрило должниците (физички и правни лица) уште повеќе да се задолжуваат. Ниските каматни стапки и намалувањето на кредитните стандарди овозможија експанзија на хипотекарните кредити.

Традиционалните банки при нудење хипотекарни кредити се финансираа со депозитите кои ги добиваа од нивните клиенти. На овој начин, износот на хипотекарни кредити, кој можат да го понудат, директно зависеше од износот на депонираните средства во банката од страна на клиентите.

Во последниве години банките преминаа на нов модел на финансирање, така што тие ги продаваат хипотекарните кредити и хипотекарните хартии од вредност на финансиските пазари. На овој начин банките добија нов извор на финансирање, при што им се овозможи да нудат хипотекарни кредити во поголем износ од износот на депозитите кој го поседуваат.

Но, ова водеше до злоупотреба, бидејќи банките повеќе немаа поттик за внимателно да ги проверуваат хипотекарните кредити кои тие ги издаваат.

Банките одобрувале хипотекарни кредити за купување недвижности (домови), а потоа врз основа на хипотекарните кредити издавале хартии од вредност (хипотекарни хартии од вредност). Со продажбата на хипотекарните хартии од вредност доаѓале до дополнителни средства кои се користеле за одобрување на нови и нови хипотекарни кредити. На овој начин банката истовремено влегува во две финансиски трансакции. Во првата трансакција банката ги пласира своите средства до кредитобарателите во форма на хипотекарни кредити за чија исплата на главнина и камата се обезбедува со хипотека врз недвижноста на кредитобарателот. Во другата трансакција банката со издавање на хипотекарните хартии од вредност долгорочно се обврзува на исплата на камата и главнина кон трети лица кои инвестирале во купување на хипотекарните хартии од вредност. На инвеститорите им било овозможено да заработат со вложување во овие хипотекарни хартии од вредност при минимален ризик. Првите хипотекарни хартии од вредност биле навистина нискоризични, бидејќи документацијата за одобрување на хипотекарни кредити била подложна на детална проверка од страна на банката, па според тоа, хипотекарните кредити не претставувале високоризичен пласман на банката. Хипотекарните кредити не биле ризичен пласман за банката и од аспект на цените на недвижностите на кои се однесувале хипотеките кои, пак, бележеле постојан пораст. Но, со тек на време ситуацијата се сменила.

Банките имале интерес да издаваат што повеќе хипотекарни кредити. Не можејќи да најдат доволно кредитобаратели, тие почнале да се осврнуваат кон сиромашните, поризични кредитобаратели. Овие кредитобаратели се нарекуваат суппримарни, а кредитите кои им се одобруваат се нарекуваат суппримарни хипотекарни кредити.

Под суппримарни се подразбираат поризични, полоши кредити, издадени на кредитобарател со послаба кредитоспособност.

До појавата на суппримарните кредити на пазарот на хипотекарни хартии од вредност доминантни учесници беа агенциите спонзорирани од страна на владата, како што се: „Фреди Мак“ (Freddie Mac) и „Фени Меи“ (Fannie Mae). „Фреди Мак“ и „Фени Меи“ беа агенции поддржани од владата со главна мисија да обезбедат стабилен извор за финансирање на пазарот на домови и хипотекарни кредити. Всушност, нивната цел беше да обезбедат ликвидност, стабилност и достапност на хипотекарните пазари (достапни домови за сите). Овие агенции вршеа купување на хипотекарни кредити и нивна секјуритизација за да се осигураат дека финансиските институции ќе располагаат со доволно пари за да можат да им издаваат кредити на купувачите на домови. Тие им обезбедувале ликвидност на илјадници банки и хипотекарни компании кои издаваат хипотекарни кредити за финансирање на домови. Но, за разлика од претходно, одеднаш на пазарот на хипотекарни хартии од вредност драматично почна да се зголемува улогата на приватниот сектор, за разлика од претходно. Приватните учесници се специјализираа за нови видови хипотекарни кредити, таканаречените суппримарни хипотекарни кредити кои се нуделе на кредитобаратели со послаба кредитна историја и недоволна документација за остварени приходи со кои би го финансирале кредитот. Овие кредитобаратели биле одбивани од страна на примарните позајмувачи, како што се: „Фреди Мак“ (Freddie Mac) и „Фени Меи“ (Fannie Mae). Всушност, суппримарните хипотекарни кредити се финансиска иновација која се појавила со цел да им се овозможи сопственост на своите домови на ризичните кредитобаратели, а овозможена од финансиската либерализација во САД. Ерата на финансиска либерализација им овозможи на финансиските институции да иницираат нова финансиска активност базирана на дискреција на банките при располагање со нивното кредитно портфолио, во согласност со нивното управување со ризици. На пазарот се појавија и таканаречени џамбо хипотекарни кредити за имоти над хипотекарниот лимит на „Фреди Мак“, кој изнесува 417.000,00 долари.

Со порастот на цените на домовите, пазарните учесници почнаа да веруваат дека суппримарниот пазар и не е толку ризичен. Лошите кредити кои се издавале

почнале да значат само репоседување на високовреднуван имот. Овој бизнис се покажа како исклучително профитабилен за банките, кои заработуваа надомест за секој продаден хипотекарен кредит. Тие ги мотивираа хипотекарните брокери да продаваат сè повеќе и повеќе од овие кредити.

Во 2003 година, 78,8 % од новоиздадените хипотекарни кредити биле примарни, што значи проверени и со добар квалитет, а само 21,2 % биле суппримарни. Од 2004 година уделот на суппримарните хипотекарни кредити, како дел од новоиздадените хипотекарни кредити, почнал да расте. Во 2006 година соодносот на примарните и суппримарните новоиздадени хипотекарни кредити бил речиси 50 % : 50 % (Joint Center for Housing Studies of Harvard University, 2008). Најголемата иронија е што сакајќи да ја остварат нивната основна цел за достапни домови за сите, агенциите спонзорирани од страна на владата „Фреди Мак“ (Freddie Mac) и „Фени Меи“ (Fannie Mae), кои првично ги одбивале кредитобарателите на суппримарни хипотекарни кредити, одеднаш станале најголемите купувачи на нетрадиционални и суппримарни хипотекарни кредити.

Растот на хипотекарните кредити на суппримарниот пазар предизвикал раст на цените на недвижностите. Кога цените на недвижностите растат, тоа доведува до раст на богатството, а богатите луѓе трошат уште повеќе. Проценето е дека (Case et al, 2005) еден процент раст на вредноста на недвижностите ја зголемува потрошувачката од 0,11 % до 0,17 %. Наједноставен начин за растот на цените на недвижностите да се преточи во потрошувачка е преку земање кредити.

Пазарот на хипотекарни хартии од вредност во 2007 година достигнал вредност од 6 трилиони долари и станал најголемиот сегмент од целиот пазар на хартии од вредност во САД, кој имал вредност од 27 трилиони долари. Неговата вредност станала поголема и од вредноста на државните обврзници.

Долги години Кливленд бил главниот град за суппримарно финансирање во САД. Кливленд бил сиромашен град каде што најголем дел од населението било од работничката класа, а бил силно погоден од намалувањето на мануфактурното производство и доста поделен на расна основа.

Хипотекарните брокери се фокусирале на нудење на суппримарни хипотекарни кредити во реоните со население од работничка класа од црната раса каде што многу луѓе немале можност да стекнат сопствеништво над своите домови.

Брокерите им велеле на луѓето дека бргу би можеле да дојдат до готовина преку рефинансирање на нивните домови, но честопати избегнувале да им објаснат дека новиот суппримарен хипотекарен кредит по две години ќе се „ресетира“ со дуplo повисока каматна стапка. Под ресетирање се подразбира повторно сетирање, односно повторно поставување на условите за отплата, преку промена и прилагодување на каматните стапки.

Плаќањата беа фиксни во рок од две години, а потоа стануваа повисоки и зависни од нивото на каматните стапки на ФЕД (FED), кои, исто така, бележеа значителен пораст.

Поради неможноста да го отплатат земениот хипотекарен кредит, луѓето морале да ги отстапат своите домови на банките кои им го издале кредитот. Тој процес на одземање на домот (хипотеката) од поединците кои земале хипотекарен кредит се нарекува процес на репоседување на домовите. Настанатата состојба на пазарот доведе до бран на репоседувања (одземања) на домовите, кое, пак, доведе до уништување на соседствата во градот и неговите предградија.

До крајот на 2007 година еден од десет домови во Кливленд беше репоседуван, а „Дојче бенк траст“ (Deutsche Bank Trust), која делуваше во име на имателите на хипотекарни хартии од вредност, беше најголемиот поседувач на имот во градот.

Суппримарното кредитирање до крајот на 2005 година се прошири од Кливленд низ цела Америка.

Дотогаш еден од пет хипотекарни кредити беше суппримарен и овие кредити станаа исклучително популарни меѓу новодојдените имигранти, кои за прв пат се обидуваа да си купат дом на некој од актуелните пазари на недвижности во Северна Калифорнија, Аризона, Невада, како и во предградијата на Вашингтон и Њујорк.

Цените на куќите пораснаа, па беше тешко да се стекне дом, а тој да не биде на работ на самиот излез од метрополите.

Но, овие хипотекарни кредити имаа многу повисока стапка на репоседување отколку обичните хипотекарни кредити, пред сè поради тоа што беа кредити со прилагодлива стапка.

Според тоа, бран на репоседувања ја нападна Америка, бидејќи повеќето од овие хипотекарни кредити за две години од нивното поседување се ресетираа со повисоки каматни стапки и луѓето не можеа да продолжат да ги отплаќаат.

Стана очигледно дека околу два милиони семејства ќе бидат протерани од нивните домови, а нивните случаи ќе бидат дадени на суд.

Администрацијата на Џорџ Буш се залагала за повторно преговарање околу условите на кредитите, а не за повторно враќање на сопственоста над домовите таму каде што е изводливо.

Бранот на репоседувања имаше драматичен ефект врз цените на домовите, свртувајќи го бумот од претходните неколку години во обратна насока и предизвикувајќи го првото намалување на цените на домовите во државата по 1930-тите години. Бројот на непродадени домови се искачи на четири милиони, што предизвика намалување на цените, а и градежниците, исто така, беа приморани да ги намалат цените за да се ослободат од акумулираните непродадени недвижности.

Цените на домовите, кои се намалуваа за 4,5 % на годишно ниво, се очекуваше да се намалат најмалку за 10 % до 2008 година, а особено во областите како што се Калифорнија и Флорида, каде што беше забележан најголемиот бум.

Овој удар ја погоди и пошироката американска економија, при што се очекуваше да се преполови производството во градежната индустрија, што би значело и губење на работните места на приближно два милиони работници.

Бројни мали градежни фирми почнаа да пропаѓаат, а големите започнаа да претрпуваат огромни загуби.

Градежната индустрија зафаќаше 15 % од американската економија, но падот на пазарот на недвижности ги погоди и другите индустрии, како, на пример, производителите на мебел и покуќнина, производителите на апарати за домаќинство и сл.

Економистите очекуваа американската економија до крајот на 2007 година да забележи пад од 3,9 % на 1 – 1,5 % годишна стапка на раст.

Никој не беше сигурен колку долго ќе трае овој пад. Хипотекарниот пазар имаше негативно влијание на поединците, кои сè потешко можеа да дојдат до нетрадиционални хипотекарни кредити, како суппримарни или џамбо хипотекарни кредити. Како резултат на суппримарната криза, банкарската индустрија, исто така, претрпе големи загуби. До крајот на 2007 година банките претрпеа 60 милијарди долари загуби поради падот на вредноста на голем број од хипотекарните хартии од вредност, кои беа покриени со суппримарни хипотекарни кредити.

Загубите се очекуваше да бидат уште поголеми во годините кои следуваат поради тоа што банките ги имаа трансформирано суппримарните хипотекарни кредити кои ги поседуваа во егзотични (модификувани), вонбилансни инструменти.

Банките тврдеа дека тие не ги поседуваат овие егзотични инструменти и, според тоа, дека не се одговорни за нивните загуби, но дека ќе бидат принудени да ги покријат лошите долгови, кои евентуално би произлегле од овие инструменти.

И имателите на хартии од вредност претрпеа загуби, а пред сè пензиските фондови, кои инвестираа во суппримарни хипотекарни хартии од вредност.

Вредноста на пензиските фондови опадна во последните месеци од 2007 година, така што до крајот на 2007 година пензиските фондови вредеа 20 – 40 % помалку од нивната оригинална вредност, иако сè уште се сметаа за сигурни од страна на кредит рејтинг-агенциите.

Се очекуваше состојбата сè повеќе да се влошува.

3.1.2. Раст на станбениот меур

Станбениот меур во САД претставува економски меур кој ги зафати пазарите на недвижности во САД во повеќе од половина американски нации. Цените на домовите го достигнаа својот врв на почетокот на 2006 година. Во вториот квартал на 2006 година цените на домовите достигнаа над 132 % повисока вредност во однос на првиот квартал од 1997 година (O'Malley, 2014). Особено голем пораст достигнаа цените на домовите на источниот и западниот брег на САД, како и во позначајните градови, како што се Феникс и Лас Вегас. Во Калифорнија и во

Флорида пазарот на недвижности достигна годишен пораст од 20 %. Во Лас Вегас пазарот на недвижности порасна за 40 % за само една година. Порастот на цените на домовите доведе до пораст на шпекулациите на овој пазар и поттикна прекумерна потрошувачка од страна на населението. Населението почна своите домови да си ги гледа како штедна каса од која во секое време можат да се извадат пари. Како што растеше цените, сопствениците на домовите сè помалку беа во можност да ги извршат хипотекарните плаќања, а со тоа само растеше опасноста од колапс. Меурот кој растеше ја достигна својата максимална големина и само се чекаше кога ќе пукне. Како главни предизвикувачи на станбениот меур можат да се идентификуваат следниве:

- ниските краткорочни каматни стапки поставени од страна на државата;
- ниските хипотекарни каматни стапки;
- ниските барања при издавање на хипотекарни кредити;
- ирационалните очекувања на сите учесници во процесот на хипотекарно кредитирање.

Ниските барања при издавање хипотекарни кредити, пак, се предизвикани од:

- новите владини политики за постигнување пораст на стапката на поседување домови од страна на населението со пониски приноси (достапни домови за сите);
- големата конкуренција на пазарот за хипотекарни кредити;
- порастот на секјуритизацијата на хипотекарниот пазар;
- ирационалните очекувања.

И покрај сè, вистинската опасност беше скриена, бидејќи многу хипотеки беа предмет на издавање хипотекарни хартии од вредност, чиј кредитен рејтинг беше нереално проценет на највисоко ниво – AAA.

На почетокот, опаѓањето на цените на домовите не беше драстично. Од вториот до четвртиот квартал на 2006 година, цените паднаа за помалку од 2 %. Но, каматните стапки почнаа да растат многу побрзо. Од вториот до четвртиот квартал на 2006 година стапката на пропаѓање на хипотекарен кредит порасна за 43 %, а од 2006 до

2007 година, споредбено, порасна за 75 % (Liebowitz, 2008). Хипотекарните кредити на пазарот почнаа речиси воопшто да не се отплаќаат.

На пазарот се појавиле и бројни шпекулатори како купувачи на домови. Тие играле ризична игра на купување домови со користење на нетрадиционални хипотекарни кредити со ниски почетни каматни стапки и минимални иницијални трошоци, без учество. Всушност, во овој период се разликувале два вида лоши хипотекарни кредити. Едните биле суппримарни хипотекарни кредити, кои се сметале за лоши поради лошата кредитна состојба на кредитобарателите. Другите биле Алт-А (алтернативни на агенциските) хипотекарни кредити, кои се сметале за лоши кредити не само поради лошата кредитна состојба на кредитобарателите туку и поради целокупниот лош квалитет на кредитот издаден без соодветна документација, со негативна амортизација, со обврска на кредитобарателот да отплаќа само камата (но не и главнина), со минимално учество или без плаќање учество, со користење на втора хипотека над истиот имот, со рефинансирање на имот кој веќе се поседува, кредити дадени на инвеститор кој сака да го издава својот дом, а не да живее во него. Овие хипотекарни кредити се нарекувале алтернативни на агенциските, бидејќи кредитобарателите ги земале како алтернатива за агенциски одобрените кредити. Агенциите („Fannie Mae“ и „Freddie Mac“) во тоа време одобрувале само квалитетни традиционални хипотекарни кредити. Според тоа, кредитобарателите на алтернативните хипотекарни кредити биле одбивани од страна на овие агенции. Затоа, кредитобарателите се согласувале да земат вакви алтернативни на агенциските хипотекарни кредити. Суппримарните хипотекарни кредити, заедно со алтернативните на агенциските хипотекарни кредити се нарекуваат нетрадиционални хипотекарни кредити. Шпекулаторите, кои купуваа домови користејќи нетрадиционален хипотекарен кредит (често без притоа да поседуваат пари за купување на нивниот дом), штом дојде до пад на цената на домот, едноставно ги напуштаа и си заминуваа од новите имоти. Некои од нив дури и никогаш немаа извршено ни уплата на првата рата по основ на нетрадиционалниот хипотекарен кредит за домот. Имателите на домови, кои истите ги купиле со нетрадиционален хипотекарен кредит со прилагодлива стапка, увидоа дека ќе им биде отежнато продолжувањето на отплатата, бидејќи

намалувањето на цената на нивниот дом истовремено значеше поседување на негативен износ на капитал над својот дом. Кога нивните каматни стапки се прилагодуваа кон повисоки вредности, тие воопшто не беа во можност да продолжат со отплатата.

Стапките на пропаѓање на хипотекарните кредити со фиксна каматна стапка од вториот квартал на 2006 до крај на 2007 година пораснаа за 55 % кај примарните хипотекарни кредити, додека кај супримарните хипотекарни кредити пораснаа за 80 % (Liebowitz, 2008). Во истиот период стапките на пропаѓање на хипотекарните кредити со прилагодлива стапка пораснаа за 400 % кај примарните хипотекарни кредити, а за 200 % кај супримарните. Порастот на стапките на пропаѓање на хипотекарните кредити, исто така, предизвика намалување на вредноста на хипотекарните хартии од вредност. Овој факт на банките им го отежна издавањето нови хипотекарни кредити, елиминирајќи го главниот извор за финансирање на нови хипотекарни кредити за нив, а притоа придонесувајќи уште поголем пад на цените на домовите. Со падот на цените на домовите, дури и имателите на домови, кои истите ги купиле со земање примарен хипотекарен кредит, почнувале да ги напуштаат домовите, не сакајќи да продолжат со отплаќање на високиот примарен хипотекарен кредит, чија вредност била повеќе пати повисока од моменталната цена на нивниот дом на пазарот на недвижности. Тие, иако реално имале финансиска можност да продолжат со отплаќање на својот кредит, се откажувале од својот сè уште неисплатен дом во корист на банката.

Тоа што супримарните хипотекарни кредити почнаа да пропаѓаат поради неможноста за отплата сè уште не значеше простор за паника, бидејќи никогаш во историјата се немало случено цените на пазарите на недвижности да опаѓаат на национално ниво. Кога во летото 2007 година се замрзнаа кредитните пазари, проблемите почнаа да се шират низ земјата. Комерцијалните банки останале со голем број хипотеки во форма на домови и хипотекарни кредити, кои веќе никој не сакал да ги купи. Инвестициските банки и инвеститорите останале со голем број хипотекарни хартии од вредност, кои, исто така, никој не сакал да ги купи. Сите институции една по една почнале да банкротираат.

Кога се поби верувањето дека цените на недвижностите не можат да опаѓаат, туку само да растат, цените на хипотекарните хартии од вредност, исто така, почнаа да опаѓаат, предизвикувајќи загуби кај банките и кај другите финансиски институции. Овие загуби набрзо почнаа да се шират во целата актива на банката, иницирајќи криза од недоверба во сигурноста на многу од најголемите светски банки.

Пукањето на станбениот меур доведе до големи загуби за сите. Дел од загубите ги претрпеа имателите на домови, особено оние кои целосно ги купиле нивните домови или биле при крај со отплата на нивните станбени кредити.

Но, најголемите загуби не ги претрпеа имателите на домовите, туку креирачите на целиот финансиски систем, и тоа:

- понудувачите на хипотекарни кредити;
- инвестициските банки;
- странските инвеститори;
- осигурителните компании.

Супримарните кредити комплетно престанаа да функционираат, а каматните стапки за другите типови кредити, вклучително и корпоративните и потрошувачките кредити, почнаа драматично да растат.

До крајот на 2007 година *Libor* каматните стапки достигнаа највисоко ниво од декември 1998 година и истите беа во износ од 6,8 % (De Grace, 2011).

Избувнувањето на каков било станбен меур се очекува да има негативен ефект врз економијата поради две причини, и тоа:

- градењето домови претставува една од клучните економски активности, па, притоа, намалувањето на градењето домови би имало директен ефект на намалувањето на БДП;
- намалувањето на цените на домовите би водело до намалување на потрошувачката на населението поради ефектот на богатство.

Избувнувањето на станбениот меур од 2007 година предизвика поголеми и пошироко распространети ефекти од што би можеле да се предвидат, водејќи се единствено од горенаведените причини. Настана кредитна криза, дојде до зголемување на кредитниот ризик во економијата, со што се отежна финансирањето не само на населението кое сака да си купи дом туку и на

комерцијалните инвеститори во недвижности, корпорациите кои бараат средства за инвестирање, институциите кои сакаат да издадат нови обврзници итн.

3.1.3. Ефектот на финансиските иновации врз глобалната финансиска криза

Финансиските иновации претставуваат акт на креирање и имплементирање на нови финансиски инструменти, како и нови финансиски технологии, институции и пазари. Иновациите честопати се однесуваат на нови производи (како, на пример, нови видови хартии од вредност, нови видови деривативи) или на нови финансиски процеси (како, на пример, нов начин на дистрибуција на хартиите од вредност, нови видови трансакции за процесирање, нови видови трансакции за вреднување на хартиите од вредност) (Tufano, 2003).

Постојат неколку студии кои се обидуваат да ја разјаснат врската помеѓу финансиските иновации и финансиските кризи. Брунермаер (2009) тврди дека и покрај тоа што финансиските иновации придонесоа поголема стабилност на банкарскиот систем преку трансферирање на ризиците, тие, исто така, се една од главните причини за непроценетата кредитна експанзија и станбениот меур во САД. Реинхарт и Рогоф (2009) тврдат дека финансиските иновации се силен индикатор за настанување криза.

Широката примена на секјуритизацијата резултираше со меѓусебно испреплетени обврски и покачен систематски ризик. Неколку студии, пак, тврдат дека финансиските иновации, пред сè секјуритизацијата и деривативите, предизвикаа ризична зараза на системот (Allen и Carletti, 2006; Ashcraft и Schuermann, 2008; Keys et al, 2010). Од друга страна, постојат и студии кои тврдат дека секјуритизацијата сама по себе можеби не води до пораст на финансиската стабилност, но помага да се ублажи неспоредното влијание на шоките на каматните стапки врз кредитите (Goswami et al, 2009; Shin, 2009).

За деривативите се веруваше дека им овозможуваат на фирмите и на банките ефективно да управуваат со нивните финансиски ризици при низок трошок (Miller, 1995). Со настанувањето на источноазиската валутна криза од 1997 година се смени

и перцепцијата на кредитните деривативи. Тие почнаа да се сметаат за зачеток на кризи. Дод (2000), користејќи се со податоци од пазарите преку шалтер за финансиски деривативи (како, на пример, форварди и свопови на девизни курсеви, структурирани записи и сл.), покажа дека деривативите водат до покачување на систематскиот финансиски ризик преку левериџ, избегнување на регулацијата и правејќи го девизниот пазар помалку стабилен. Тоа уште повеќе се увиде преку појавата на новата финансиска криза во 2008 година.

3.1.3.1. Ефектот на секјуритизацијата врз глобалната финансиска криза

Поимот **секјуритизација** прв пат се среќава во „Вол стрит журнал“ (Wall Street Journal) од 1977 година кога „Бенк оф Америка“ (Bank of America) преку „Соломон брадрс“ (Solomon Brothers) во процесот на секјуритизација на хипотекарни кредити емитувала хартии од вредност. Секјуритизација на активата претставува процес на емитување хартии од вредност врз основа на пакет (пул) на одобрени кредити и нивните хипотеки, кои служеле како кредитен колатерал. Секјуритизацијата претставува претворање на неликвидната долговна актива (кредити и побарувања) во високо ликвидни и атрактивни хартии од вредност во присуство на залог. Основната намена на секјуритизацијата е собирање слободни парични средства на финансискиот пазар при ниски каматни стапки.

Постојат два вида секјуритизација:

- билансна;
- вонбилансна.

Кај билансната секјуритизација кредитите остануваат во активата на заемодавачот (банката) и врз основа на нив се емитираат хартии од вредност.

Кај вонбилансната секјуритизација станува збор за продажба на кредитите и побарувањата, а врз основа на оваа продадена актива се врши емисија на хартии од вредност.

Вонбилансната секјуритизација прв пат се појавила во САД во последниве 40 години. Финансирањето на банките се изменило, и тоа од класично банкарско

финансирање преку кредити, во финансирање преку пазарот на капитал. Вонбилансната секјуритизација овозможува трансфер на ризикот на банките и поголема диверзификација на банкарското портфолио.

Како учесници во секјуритизацијата се јавуваат не само комерцијалните банки туку и брокерско-дилерските куќи, инвестициските банки, посебните финансиски институции, како што се: лизинг-компаниите, инвестициските фондови и фондовите за хеџирање.

Секјуритизацијата на заемодавачите (комерцијалните банки) им овозможува да си ги продадат кредитите на финансискиот пазар, и притоа да добијат средства за подобрување на својата ликвидност. Со секјуритизацијата се ослободува заробениот капитал, и притоа се овозможува трансформација на неликвидната актива (кредитите) во ликвидна актива (хартии од вредност).

За да може кредитот да подлежи на процесот на секјуритизација, би требало да има висок квалитет, да биде дополнително осигуран со хипотека, да задоволува и дополнителни критериуми кои ги бараат агенциите за кредитен рејтинг.

Во процесот на секјуритизација на банкарската актива се врши и емисија на хартии од вредност, кои се покриени (обезбедени) со самата актива, поконкретно со хипотекарни кредити. Тие се нарекуваат хипотекарни хартии од вредност.

Хипотекарните хартии од вредност нудат поголем принос од другите хартии од вредност, при минимален ризик, а притоа се и високо ликвидни.

Процесот на секјуритизација опфаќа неколку фази:

- комерцијалната банка ги продава хипотекарните кредити кои таа ги издала;
- купувачот на хипотекарните кредити (некоја инвестициска банка) собира повеќе хипотекарни кредити во таканаречени пулови, па врз основа на собраниот пул од хипотекарни кредити издава хартии од вредност;
- инвеститорите ги купуваат тие хартии од вредност.

Во првата фаза банката (иницијаторот) ја утврдува активата која сака да ја избрише од својот биланс на состојба и ја обединува во референтно кредитно портфолио. Потоа, референтното кредитно портфолио го продава на финансиска институција (инвестициска банка). Инвестициската банка креира специјален ентитет за посебна

намена со цел да го обработи референтното кредитно портфолио, па врз основа на него да издаде хартии од вредност.

Специјалниот ентитет за посебна намена (СЕП) претставува правно лице, но без физичка локација, без вработени лица и без независен менаџмент. СЕП е креиран од страна на инвестициската банка за да може да спроведе некоја специфична цел, активност или серија од трансакции. СЕП може да се користи од страна на инвестициската банка единствено за намената за која се креирал. СЕП функционира врз основа на однапред осмислени правила од страна на инвестициската банка. СЕП нема независен менаџмент и не постои дополнително донесување одлуки во врска со него. СЕП е така структуриран што речиси е невозможно да банкротира. Активноста на СЕП и од законски и од сметководствен аспект се третира вонбилансно.

Во случајот на секјуритизацијата, инвестициската банка го креира СЕП со цел во него да трансферира дел од своите средства, кои понатаму СЕП ќе ги групира во пул од средства, ќе ги раздели на три сегменти врз основа на степенот на ризичност, а потоа, врз основа на овој пул од средства, ќе издаде хартии од вредност. Целта за формирање на СЕП била да се исфрлат одредени делови од активата и пасивата на банките надвор од нивните биланси на состојба, притоа теоретски извлекувајќи го кредитниот ризик од банката.

Во втората фаза СЕП ги групира референтните портфолија како збир од хипотекарни кредити и други средства и групираниот пул од средства го дели на неколку сегменти со различен степен на ризик (најчесто три), кои се продаваат посебно. Пулот се вреднува од страна на кредит рејтинг-агенција, независно од рејтингот на банката која е издавач на кредитите. Токму затоа е битна и самата купопродажба на кредитите од страна на инвестициската банка и прелевањето на купените кредити во СЕП – за да се обезбеди независност (автономија) на средствата и хипотекарните кредити од институцијата која ги издала. Потоа, ентитетот за посебна намена го финансира купувањето на референтното портфолио од хипотекарни кредити преку емисија на атрактивни каматоносни хартии од вредност на пазарот на капитал.

Во третата фаза инвеститорите на пазарот на капитал ги купуваат новоемитираните хартии од вредност и за нив добиваат фиксна или променлива ефективна каматна стапка. Ентитетот за посебна намена ќе им исплаќа камата на инвеститорите, финансирајќи се со паричните текови од отплатата на хипотекарните кредити, кои биле дел од референтното портфолио. Во најголемиот дел од случаите комерцијалната банка продолжува да ги сервисира долговите од портфолиото, собирајќи плаќања на камата и главнина од иницијалниот кредитобарател, пренесувајќи им ги плаќањата директно на ентитетите за посебна намена, намалени за износот на провизијата за сервисирање.

На тој начин ризикот се трансферираше од комерцијалната банка, преку инвестициските банки и ентитетите за посебна намена, па сè до крајните инвеститори. Како крајни инвеститори најчесто се јавувале инвестициските банки и фондовите за хеџирање, зависно од нивото на ризик. Траншите од пулот, кои од страна на агенција за кредитен рејтинг се оценети со највисок рејтинг AAA, ги купувале големите приватни инвеститори, кои барале нискоризични инвестиции со повисок принос од приносот на трезорските записи, кој во тоа време изнесувал 1 %. Инвестициските банки и пензиските фондови ги купувале траншите со средно ниво на ризик, оценети како BBB. Фондовите за хеџирање, пак, биле спремни да преземат голем ризик при голем принос и инвестирале во траншите од најниското ниво, кои речиси и да немале никаква вредност и оценка. Инвестициските банки и фондовите за хеџирање биле прилично активни во купување на хипотекарни кредити и хипотекарни хартии од вредност, што водело до задржување на кредитниот ризик во банкарскиот сектор. Токму тоа било причина подоцна инвеститорите да се доведат до ликвидносни проблеми. Некои инвестициски банки, како, на пример, „Леман брадрс“ (Lehman Brothers) не само што купувале хипотекарни хартии од вредност издадени преку процес на секјуритизација туку купувале и хипотекарни кредити од комерцијалните банки со цел да ги препродадат преку нов, од нив инициран процес на секјуритизација.

Преку секјуритизацијата комерцијалните банки влегле во една форма на инвестициско банкарство преку купување, продавање и тргување со ризиците. Од друга страна, пак, инвестициските банки во својата актива почнале да поседуваат

станбени кредити, хипотекарни кредити и сл, без притоа да имаат спроведено соодветна контрола и соодветен начин на управување со овие кредити.

Во минатото, приносот на банката која ги издавала хипотекарните кредити зависел директно од платежната способност на должниците коишто земале кредит од банката и од квалитетот на самиот хипотекарен кредит. Доколку некој кредит не се исплател од страна на должниците, банката губела. Со вонбилансната секјуритизација, ситуацијата се сменила. Банката почнала да заработува на самиот почеток, уште при самата продажба на хипотекарниот кредит. Банката повеќе нема да добива отплати од лицата на кои им го одобрила хипотекарниот кредит. Банката ќе добие еднократен надомест од страна на некоја друга финансиска институција која ќе ѝ го купи хипотекарниот кредит. Банките почнале да ја менуваат нивната перцепција во однос на одобрувањето хипотекарни кредити. На банките веќе не им била важна ниту кредитоспособноста на кредитобарателите ниту квалитетот на хипотеката. Банките само гледале да издадат што повеќе лоши кредити и што поскапо да ги продадат на финансиските институции. На некој начин банките почнале да работат директно против откупувачите и инвеститорите. Хипотекарните кредити почнале да стануваат сè понеквалитетни. Финансиските институции, кои ги откупувале хипотекарните кредити, и инвеститорите, кои инвестирале во новоиздадените хартии од вредност, сметале дека инвестираат во средства со висок квалитет.

Ова беше една поедноставена слика на процесот на секјуритизација на хипотекарните кредити. Тоа што недостига во целава приказна е постоењето на кредитните деривативи во процесот на секјуритизација, што уште повеќе ја разгорува ситуацијата.

3.1.3.2. Ефектот на кредитните деривативи врз глобалната финансиска криза

Ослабнатиот и деформиран пазарен механизам довел до потреба за изнаоѓање алатка за управување со кредитниот ризик. Се сметало дека пазарот на кредитните деривативи би бил идеален пристап за управување со кредитниот ризик.

Некогашниот потпретседател на федералниот резервен систем – Давид Мулинс (1993), своевременно ги нарекол деривативите едни од најдраматичните успешни приказни во современата економска историја. Ален Гринспен (2004) заклучил дека новите инструменти за дисперзија на ризиците (кредитните деривативи) им овозможиле на најголемите и најсофистицирани банки во нивната улога на издавање кредити да се ослободат од големиот кредитен ризик кој го поседуваат, пренесувајќи им го на институциите со далеку помало ниво на левериџ. Во случајот со светската финансиска криза, отпосле е заклучено дека преземањето ризик преку кредитните деривативи може релативно брзо да биде причина за крах на финансискиот пазар. Кредитните деривативи можат да претставуваат финансиско оружје за масовно уништување (Buffett, 2003).

Кредитните деривативи се најбрзо растечки деривативни производи, кои можат да се структурираат на повеќе начини. Тие се сложени аранжмани наменети за специфичните потреби на инвеститорите. Нивна заедничка карактеристика е тоа што опфаќаат трансфер на кредитниот ризик од едната на другата договорна страна. Целокупниот ризик на инвеститорите вклучува две компоненти – пазарен ризик и кредитен ризик на основната актива. Овие деривативи овозможуваат изолирање на кредитниот ризик на еден ентитет од целокупниот пазарен ризик. Тие претставуваат начин на синтетизирање на активата, која инаку не би им била на располагање на инвеститорите. Како основна актива на овие деривативи најчесто се јавува портфолио од корпоративни или државни хартии од вредност со кои активно се тргува или, пак, кредитно портфолио.

Кредитните деривативи се јавиле како одговор на побарувачката на финансиските институции (банките) за инструменти за хеџирање и диверзификација на кредитните ризици. Од друга страна, пак, нивниот раст е резултат на побарувачката за евтини средства за преземање на кредитното изложување. Кредитот, кој прво се сметал за неликвидно средство непогодно за тргување, почнал да се смета за средство со кое може да се тргува како и со другите поликвидни средства. Најголемиот дел од кредитните деривативи биле своп-аранжмани за пренесување на ризикот од неможност да се наплати кредитот – кредитни дифолт свопови (КДС) и колатерализирани должнички обврски (КДО).

Кредитните деривативи се билатерални аранжмани преку кои кредитните ризици се пренесуваат од финансиската актива на едната договорна страна кон другата договорна страна, која е посклона на изложување на кредитни ризици. Тие се преносливи трансакции, а на пазарот не постоела стандардна документација со стриктно дефинирана правна терминологија околу овие договори. Кредитните деривативи имаат вонбилансна природа, бидејќи номиналниот износ по кој се тргува не се појавува ниту во активата ниту во пасивата од билансот на состојба. Овие инструменти секогаш не обезбедуваат заштита од настаните на пазарот кои доведуваат до ширење на распонот (загуба за носителот на обврзницата) или опаѓање на рејтингот.

Колатерализираните должнички обврски (КДО) се појавиле како резултат на природниот напредок на техниката на процесот на секјуритизација. Тие се структурирани финансиски производи добиени преку собирање на портфолио од средства кои генерираат готовински приходи, а потоа и прегрупирање на тие средства најчесто во три транши, кои понатаму се продаваат на инвеститори со различни ризични преференции. Колатерализираните должнички обврски се хартии од вредност кои се издаваат во процесот на секјуритизација. Нив ги издаваат ентитетите за посебна намена креирани од страна на инвестициските банки. Всушност, собраното портфолио од средства претставува една диверзификувана финансиска актива, која инвестициските банки ја откупиле од комерцијалните банки во форма на корпоративни обврзници, кредити (вклучително и супримарни хипотекарни кредити), должнички хартии од вредност и сл. Сите овие откупени средства, всушност, претставуваат должнички обврски за банката, кои служат како колатерал на овие кредитни деривативи. Токму поради тоа, колатерализираните должнички обврски го добиле своето име. Инвестициските банки преку ентитетите за посебна намена ги издаваат КДО, притоа трансферирајќи ги ризиците од откупената актива до крајните инвеститори кои вложувале во КДО. Траншите кои се добиваат со прегрупирање на диверзификуваната финансиска актива имаат различен ризичен профил. Најмалата транша на КДО е најсигурна, но носи и најнизок принос. Од страна на кредит рејтинг-агенциите, оваа транша секогаш добивала највисок рејтинг – AAA. Инвеститорите кои преферирале сигурни

инвестиции од рангот на трезорските записи издадени од ФЕД (FED), инвестирале во оваа транша од КДО. Траншата со најниско ниво на ризик има прв приоритет врз колатералот во случај на пропаѓање на КДО. Средната транша од КДО носи средно ниво на ризик, но и средно ниво на принос. Од страна на кредит рејтинг-агенциите, оваа транша добивала солиден рејтинг – БББ. Во оваа транша од КДО најмногу инвестирале други инвестициски банки, инвестициски фондови или пензиски фондови. Најголемата по обем транша е со највисоко ниво на ризик, но носи и највисок принос. Оваа транша од КДО честопати и не добивала оценка од страна на кредит рејтинг-агенциите. Во оваа транша најмногу инвестирале фондовите за хеџирање, кои биле подготвени да преземат највисоко ниво на ризик. Генерално, колатерализираните должнички обврски се сметале за сигурна инвестиција и биле исклучително атрактивни на финансиските пазари. Со порастот на процентот на суппримарните хипотекарни кредити во вкупниот број на кредити, илјадници нетрадиционални и суппримарни хипотекарни кредити почнале да бидат комбинирани во портфолио од средства, кое ќе служи како колатерал на новоформираните КДО. Всушност, инвестициските банки преферирале суппримарни хипотекарни кредити, бидејќи тие носеле повисоки каматни стапки. Па така, комерцијалните банки почнале сè повеќе да издаваат суппримарни хипотекарни кредити, не грижејќи се за квалитетот на хипотеката ниту за кредитоспособноста на кредитобарателот. Тие знаеле дека овие лоши хипотекарни кредити само кратко ќе се најдат во нивните биланси, по што ќе подложат на секјуритизација и препродавање до инвестициските банки, кои понатаму, пак, врз основа на нив, ќе издадат нови КДО. Крајниот ризик од овие лоши инвестиции ќе го сносат крајните инвеститори во ланецот. Инвестициските банки, кои биле лакоми за остварување на големи приноси, позајмувале огромни износи пари за да можат да купат што повеќе суппримарни хипотекарни кредити и да креираат што повеќе КДО. КДО сè уште не биле регулирани, па Американската комисија за хартии од вредност (SEC) им дозволувала на банките да позајмуваат сè повеќе пари. Стапката на левериџ на која се изложувале инвестициските банки сè повеќе растела. Портфолиото од средства, кое им служело како колатерал на КДО, понекогаш

содржело дури и други КДО. Па, се појавиле КДО со основна актива КДО, кои, пак, како основна актива имале други КДО.

Но, тука се појавиле и вториот вид кредитни деривативи, а тоа се кредитните свопови, кои служеле како заштита од пропаст на КДО. Кредитниот дифолт своп (КДС) е нестандардизиран вонберзански договор помеѓу две страни, дизајниран со цел да го хеџираат кредитниот ризик. Првата договорна страна (банката која е издавач на кредитот) ја купува заштитата, сакајќи да си го осигури издадениот кредит или хартија од вредност од неплаќање, во случај на банкрот на кредитобарателот. За таа цел, првата страна плаќа премија во тек на времетраењето на договорот или додека не се реализира осигураниот настан, притоа држејќи кратка позиција во кредитното изложување на основната актива. Втората страна, продавачот на заштитата на основната актива (кредитот или хартијата од вредност), нуди да го преземе кредитниот ризик поврзан со основната актива (кредитот или хартијата од вредност), во случај кредитобарателот да не може да го отплати. Втората страна се обврзува дека ќе ја плати номиналната вредност на основната актива, во случај на неизвршување или поради која било промена на квалитетот на кредитот, како што е предвидено во договорот, притоа држејќи долга позиција во кредитната изложеност.

Реалната цел на свопот е обезбедување заштита од кредитни загуби поврзани со неплаќање на некоја основна актива. Но, со новата криза од 2008 година се докажа спротивното, односно дека кредитниот своп го зголемува ризикот на банката, што води до дестабилизирачки ефекти кај банките, но и во целиот финансиски систем.

Банките, фондовите за хеџирање и другите финансиски институции имале преголема самоверба дека од нивното дотогашно искуство ќе знаат како да се справуваат со преземените ризици и притоа да дојдат до големи добивки. Тие ги користеле деривативите не за да ги намалат нивните ризици, туку за да преземаат сè поголеми ризици и притоа да дојдат до сè поголеми добивки. Тие мислеле дека ефективно ги имаат диверзификувано своите ризици. Сето ова беше резултат на лошите теории, лошите статистики и недоразбирањата во врска со веројатностите.

Точно е дека своповите за непропаѓање на кредитот или на хартијата од вредност (КДС) можат да бидат легитимни инструменти за осигурување од ризикот дали

кредитот или хартијата од вредност ќе пропадне или не, но главниот проблем произлезе од фактот што самиот пазар стана шпекулативен по својата природа. Пазарот на КДС до крајот на 2008 година стана огромен, надминувајќи го целокупниот светски економски производ од 50 трилиони долари. Во тоа време, најголемата светска компанија за осигурување и финансиски услуги „АИГ“ (AIG) поседуваше свопови за непропаѓање на КДС во износ од 400 милијарди долари (Mollenkamp et al, 2008). Тоа претставуваше преголема изложеност при минимална регулација. Најголемиот број свопови за непропаѓање на КДС од активата на „АИГ“ (AIG) се однесуваа на суппримарни хипотекарни кредити или КДО, кои во себе содржеа суппримарни хипотекарни кредити, чија вредност почна да паѓа, а следствено на тоа и „АИГ“ (AIG) беше на праг на банкрот. Трговијата со овие свопови предизвика цела мрежа на меѓусебно поврзани трансакции, како еден голем синџир, но слаб колку најслаба карика. Каков било настанат проблем, ризик или тековна значајна загуба во кој било дел од синџирот, енормно брзо би се раширил до сите учесници. Таков беше случајот со финансиската помош на американската влада за да ја спаси компанијата „АИГ“ (AIG). Целиот пазар беше доведен до крах.

3.1.4. Улогата на финансиската регулација врз глобалната финансиска криза

Финансиската регулација има ефект врз глобалната финансиска криза од неколку аспекти. Една од главните причини за развој на кризата претставува државната интервенција на финансиските пазари. Тука спаѓаат и манипулациите на ФЕД (FED) со каматните стапки, како и големите повластици и регулативата на недвижностите, банкарството и хипотеките. Исто така, и воведувањето на агенции спонзорирани од владата („Fannie Mae“ и „Freddie Mac“) да делуваат на пазарот, наместо некои слободни пазарни институции, уште повеќе доведе до пазарни пореметувања и неизбежна појава од криза.

Уште од појавата на секјуритизацијата државата управувала со нејзиното воведување, а не пазарот. Државата со нејзините активности ја ограничила користа

која банките можат да ја имаат од класичното хипотекарно банкарство и го направила атрактивен секундарниот пазар на хартии од вредност, кој, секако, не бил совршен.

На средината на 20-тиот век, кога во САД функционираше банките за штедење и кредитирање (S&L), државата со таканаречената регулација *Кју* (Q) ја ограничила максималната каматна стапка која банките можат да им ја понудат на депозиторите на 3 % (Gilbert, 1986). Кога во 70-тите години на 20-тиот век инфлацијата пораснала на 10 %, тоа особено ги погодило банките „С&Л“ (S&L) и практично ги довело на праг на пропаст. Пазарните каматни стапки далеку ја надминуваа каматната стапка поставена од државата од 3 %. Тогаш инвестициските фондови станале многу поатрактивно место за штедење во однос на банките. Депозиторите таму би оствариле повисоки стапки на принос од 3 %. Во тоа време во САД постоело и традиционално ограничување на работењето на банките надвор од државните граници, со што уште повеќе се ограничувала банкарската индустрија во искористување на предностите од економија од обем. Во банките „С&Л“ (S&L) имало недостиг на капитал. Луѓето не вложувале кај нив. Се случувало банките да имаат побарувачка за хипотекарни кредити, а тие да не можат да одговорат на тоа поради недостиг на средства. Државата, соочена со економски проблем која сама го предизвикала, наместо да ги укине поставените ограничувања преку регулацијата *Кју* (Q) и забраната за ширење на федерално ниво, смислила нови инвентивни начини како со дополнителна регулација и интервенции да ја стабилизира состојбата. Токму тогаш државата ја вовела секјуритизацијата на хипотекарните кредити, како еден од начините да се надмине проблемот со недостиг на кредити и средства на банките. „Фреди Мак“ (Fredie Mac) е основан во 1970 година токму со цел да се промовира секјуритизацијата, односно тргувањето со заемите во банкарската индустрија. „Фреди Мак“ под имплицитни државни гаранции секјуритизирал милиони долари лоши кредити на банките „С&Л“ (S&L), најпрво во Калифорнија, а потоа и во другите нации во САД, обезбедувајќи им на банките „С&Л“ (S&L) средства за да можат да продолжат со кредитирање. Во таквите околности „С&Л“ (S&L) немале потреба од доволно ниво на капитал, односно на депозити за да можат да ги покријат кредитите кои ги издаваат, туку можеле да сметаат на парите од

„Фреди Мак“. Тука продолжува приказната со достапни станбени хипотекарни кредити за сите и исполнување на американскиот сон за многу имигранти.

Значи, секјуритизацијата на хипотекарните кредити е измислена од страна на државата како начин да се промовираат евтини кредити за домовите, а истовремено да не се укине државната регулатива која тие кредити вештачки ги направила поскапи. Банките „С&Л“ (S&L) никогаш не би барале секјуритизација кога би можеле легално да ги зголемат каматните стапки на депозитите или, пак, кога би можеле да се прошират во другите делови на земјата. Процесот на секјуритизација повлекува повисоки трошоци за банката. Од друга страна, секјуритизацијата нуди и предности како економија од обем и минимизирање на агенциските трошоци од страна на големите фирми, но тие предности би исчезнале во оној момент кога би се симнале рестрикциите на државата кон „С&Л“ (S&L).

Во 80-тите години на 20-тиот век банките „С&Л“ (S&L) се соочиле со нови проблеми. Нивните кредити биле со фиксни рати, а на пазарот имало пораст на каматните стапки. „Фреди Мак“ и „Фени Меи“ (двете компании спонзорирани од државата) лансирале програма на гаранции и свопови, сакајќи со чиста сметководствена измама да им овозможат на банките „С&Л“ (S&L) да не признаат банкрот. „Фреди Мак“ и „Фени Меи“ откупувале лоши, ненаплатливи кредити од банките „С&Л“ (S&L), бришејќи им ги овие лоши кредити од нивните биланси и овозможувајќи им вештачки да опстанат. Технички тоа било изведено така што на банките „С&Л“ (S&L) им било овозможено да ги разменат лошите хипотеки за добри хартии од вредност издадени од страна на „Фреди Мак“ и „Фени Меи“, а покриени токму со истите тие лоши хипотеки (што било апсурд). Подоцна да ги искористат новоиздадените хартии од вредност како колатерал за дополнително задолжување, што повторно значело стекнување готовина, иако немало штедење.

Поради тоа што до крај на 80-тите години најголемиот дел од банките „С&Л“ (S&L) пропаднале, владата пристапила кон решавање на проблемот, кој претходно сама го предизвикала, а кој настанал како решение на претходниот проблем, кој, исто така, сама го предизвикала државата. Државата вовела нова регулатива на задолжителен капитал на банките, кој бил многу повисок отколку во случајот на капиталот за секундарни хипотекарни кредити. Банката, за секој кредит кој ќе го издаде по

солидни услови, со учество и кредитна проверка, мора да држи значително повеќе капитал отколку за хартии од вредност, кои некој друг ќе ги издаде и ќе ги продаде врз основа на кредити со минимално учество и минимална кредитна проверка. Со државната регулатива, релативните цени на конвенционалните кредити и на кредитите на секундарниот пазар се промениле во корист на лошите кредити. Тука доаѓа до израз и уделот на кредит рејтинг-агенциите во разгорување на кризата.

3.1.5. Улогата на кредит рејтинг-агенциите и фондовите за хеџирање врз глобалната финансиска криза

Кредит рејтинг-агенциите биле основани пред речиси еден век со цел да им помогнат на инвеститорите да го измерат ризикот на хартиите од вредност со фиксен принос.

Овие агенции ја играле клучната улога во развојот на пазарот за КДО, бидејќи инвеститорите имале повеќе доверба во купувањето хартии од вредност, кои се високо оценети од страна на кредит рејтинг-агенциите.

Постоеле три главни агенции за кредитен рејтинг во САД: „Мудис“ (Moody's), „Фич“ (Fitch) и „Стандард и Пурс“ (Standard and Poor's). Овие три рејтинг-агенции добивале огромни надоместоци од страна на емитентите на КДО за да им доделуваат висок кредитен рејтинг на нивните КДО, притоа генерирајќи рекордни профити.

Буквално секој КДО бил вреднуван од страна на најмалку една кредит рејтинг-агенција. Агенцијата „Стандард и Пурс“ имала доделено рејтинг на речиси 100 % од КДО на пазарот. Истото се однесува и за „Мудис“. Најмал бил пазарниот удел на „Фич“, кој во 2007 година достигнал само 10 % од КДО на пазарот.

Проблемите поврзани со рејтингот на КДО почнале брзо да се шират откако кредит рејтинг-агенциите биле притиснати што побрзо, без детални анализи да им доделат рејтинг на КДО на пазарот. Анализите на КДО се потпирале само на автоматизирани модели, со минимална човечка интервенција и мал поттик за проверка на точноста на рејтингот на колатералот (хипотеката). Френк Раитер, поранешен аналитичар во „С&П“ (S&P), сведочел дека честопати бил приморан да

им даде добар рејтинг на КДО, без да поседува и најосновни кредитни информации. Според Рајтер, директорот на одделот за вреднување на КДО, Ричард Гуглиада, изјавил: „Какво било барање на податоци во врска со издадените кредити е тотално бесмислено!!! Повеќето инвеститори немаат таква документација, а и не можат да ја обезбедат. Но, ние мораме да извршиме проценка на тие кредити. Ваша обврска е обезбедите таква кредитна проценка и да смислите начин како ќе го изведете тоа.“ (Raïter, 2008).

Хартиите од вредност, кои се однесувале на лоши хипотекарни кредити без учество, имале највисок рејтинг – AAA. На ова не реагирале ни ФЕД (FED), ни СЕЦ (SEC). СЕЦ (SEC) бил воден од Вилиам Доналдсон, еден од најлошите водачи во историјата на таа организација.

Кредит рејтинг-агенциите, при проценка на КДО се користеле со две методологии: техника на биноминална експанзија и Монте Карло симулации.

Користејќи ги двата метода, агенциите си ги поедноставувале своите модели (Securities and Exchange Commission, 2008), притоа барајќи само пет инпути во врска со основната актива на КДО (наспроти стандардните модели кои барале 50 до 60 инпути), и тоа:

- тековниот кредитен рејтинг;
- рочноста;
- типот на средство;
- земјата од која потекнува тоа средство;
- индустријата на која се однесува тоа средство.

Најчесто, агенциите за кредитен рејтинг, нерасполагајќи со дополнителни информации и време за проценка, се користеле со нивни историски податоци. Според историските податоци, логично било хипотекарните кредити и инструментите, чија основна актива била хипотека или хипотекарен кредит, да имаат висок кредитен рејтинг, бидејќи во минатото тие многу внимателно се издавале, со цврсти и ригорозни проверки од страна на банките. Истиот тој рејтинг им се доделувал на лошите хипотекарни кредити и високоризичните КДО.

Во многу случаи кредит рејтинг-агенциите дури и користеле оценки од некоја од другите кредит рејтинг-агенции, без да ја проверат нејзината точност. За да ја коригираат евентуалната грешка во проценката на рејтингот на другата агенција, тие се користеле со метод на потсекување, односно поткратување, при што тие, едноставно, за едно ниво го намалувале рејтингот зададен од другата агенција за хипотекарната хартија од вредност или за хипотекарниот кредит. Тие никогаш не се навраќале за повторно да ги анализираат рејтинзите од другите рејтинг-агенции, сметајќи дека со новосмислениот метод на потсекување ја компензирале евентуалната грешка во иницијалната проценка на ризикот од страна на другата агенција.

На овој начин се створила конфузија и неконзистентност во оценките помеѓу различните кредит рејтинг-агенции. На КДО можела да им била доделена и повисока дифолт-стапка отколку на другите хартии од вредност, а притоа сè уште заработувајќи рејтинг AAA. Но, и покрај тоа, инвеститорите биле охрабрани да веруваат дека рејтингот на КДО е реален.

КДО станувале сè покомплексни, а нивните рејтинзи станувале сè повеќе безначајни.

Како дополнување на проблемот со точноста на оценките од страна на кредит рејтинг-агенциите стои и фактот дека рејтингот сам по себе, и да е точен, не е значаен индикатор за проценка на ризикот. Тој само обезбедува проценка на ризиците на очекуваните отплати на хартијата од вредност, без да располага со информации дали таа хартија од вредност е веројатно да се изврши доколку има голем пад на пазарот или при влез на економијата во рецесија. Рејтинзите се статичка мерка, дизајнирана да ги прикаже очекуваните загуби во определено време, под определени претпоставки. Не е возможно ниеден единствен рејтинг да ги вклучи сите информации во врска со дистрибуцијата на веројатностите кои инвеститорите мораат да ги предвидат при проценка на нивните ризици. Дистрибуциите се многу сложени и нудат бројни ограничувања во проценката на ризиците. Инвеститорите честопати ги надминуваат овие ограничувања преку следење на историските рејтинг-податоци, дополнувајќи ги информациите кои им

недостигаат со податоци во врска со број на извршувања за определено ниво на рејтинг. Поради тоа што имало навистина малку историски податоци во врска со КДО, инвеститорите го следеле однесувањето на корпоративните обврзници. Но, докажано е дека рејтинзите на хартиите од вредност, чија основна актива е хипотека или хипотекарен кредит, имаат многу различна дистрибуција на извршување во однос на корпоративните обврзници. Според тоа, инвеститорите правеле грешки при нивните проценки.

Било проценето дека оценетите КДО со рејтинг AAA реално би требало да бидат проценети најчесто со рејтинг ЦЦЦ+, што е седум нивоа пониско од иницијално објавената оценка.

Според Артуро Цифуентес, кредит рејтинг-агенциите направиле две грешки. Првата грешка е кога прикажале погрешни оценки на голем број супримарни кредити, кои биле подлежни на секјуритизација. Втората грешка е кога прикажале погрешни оценки на КДО. Притоа, трите кредит рејтинг-агенции пропаднале заеднички, правејќи ги истите грешки во исто време (Cifuentes, 2008).

Фондовите за хеџирање помогнале за да се рашири финансиската криза, исто како што тоа го сториле банките и осигурителните компании. Можеби нивната улога во разгорување на кризата е уште поголема отколку на остатокот од финансискиот пазар, а, според тоа, поголема е можноста тие да предизвикаат систематски ризик. Причината за тоа е фактот што не постои надворешна контрола во секторот на фондовите за хеџирање, а истовремено постои можност за да се направат големи вложувања со позајмени средства. Ова ја прави индустријата уште покривка и потенцијално опасна за другите останати инвеститори со кои соработува.

Фондовите за хеџирање се нетранспарентни и се одликуваат со високо ниво на левериџ. Ако фонд за хеџирање, кој поседува високо ниво на левериџ, е приморан да ликвидира дел од средствата по екстремно ниски цени, тоа ќе предизвика големи загуби за него. Ќе следуваат дополнителни пропаѓања на систематски битни институции не само директно како соработници туку и индиректно на институциите на целиот пазар, преку прилагодување на нивото на цените на тие средства.

Кога американската регулатива идентификувала финансиски фирми кои се преголеми за да пропаднат, не ги земала предвид и хеџинг-фондовите.

Фондовите за хеџирање вложиле огромни износи во хипотекарни хартии од вредност, вклучително и КДО. Но, бидејќи тие не подлежат на цврста регулатива од страна на СЕЦ (SEC), не било познато колкав паричен фонд би бил афектиран од нивната пропаст. Бидејќи фондовите за хеџирање работат со КДО, кои се високо софистицирани деривативи, влијанието од каков било пазарен пад би било повеќекратно мултиплицирано. Причина за тоа е фактот што деривативите им овозможуваат на фондовите за хеџирање брзо да дојдат до извор на средства за да можат да вршат инвестиции, притоа остварувајќи високи приноси на здрав пазар, но и огромни загуби на нестабилен пазар.

Падот на „Доу џонс индастриал евериџ“ (Dow Jones Industrial Average) предизвика страв од токму такви загуби. Падот на пазарот е доволен за да се предизвика и економски пад преку намалување на вредноста на компаниите и на нивната способност да стекнат нови средства на финансиските пазари. Стравот од потенцијална пропаст ги натера банките да се воздржуваат од меѓусебно кредитирање, што предизвика ликвидносна криза.

Никој не можеше да предвиди во која мера комерцијалните банки, инвестициските банки, фондовите за хеџирање и осигурителните компании се меѓусебно поврзани. Доколку дојде до влошување на финансиската состојба во кој било од овие типови институции, ефектите многу брзо ќе се рашират на останатите. Ова предизвика бизнисите од секоја индустрија да не можат да дојдат ни до краткорочен капитал за нивно функционирање, со што дојде до пад на економијата во рецесија.

Според најновите студии, фондовите за хеџирање можеби заземаат централно место за генерирање на систематски ризик за време на кризата. Една од клучните лекции од кризата е дека систематскиот ризик, кој се должи на врската помеѓу различните видови институции, е значајно потценет при проценка на ризиците, како што е индикаторот за ризичност на инвестицијата (value at risk – VAR). Стандардните мерења мораат да се прилагодат за соодветно да ги одразуваат ефектите на прелевање на одделните сегменти на финансискиот систем. Утврдувањето кои финансиски институции се систематски битни би се одвивало преку идентификување во кој степен пореметувањето на една институција би се прелеало

во останатите делови од финансискиот систем. Но, мерењето на ефектите на прелевање во пракса е тешко поради три главни причини (Adams et al, 2013):

1. Прелевањето на ефектите помеѓу финансиските институции може да биде многу мало во услови на финансиска стабилност, но многу големо кога системот е под стрес.
2. Многу е тешко да се утврди дали шокот ќе ги нападне сите финансиски институции во исто време или прво ќе ја погоди една институција пред да се пренесе на останатите институции. Ова особено е проблематично доколку шокот ги погоди финансиските институции со различен интензитет и не во точно ист момент.
3. Прелевањата вообичаено се мерат како меѓусебна поврзаност на приносите од различни средства. Овие калкулации имаат една генерална слабост, а тоа е дека меѓусебната поврзаност не го идентификува правецот во кој ризикот се пренесува од средство на средство. Според тоа, не може да се утврди дали ефектот од шокот прво се појавил во институцијата А, па се прелеал во институцијата Б или обратно.

Сепак, генерален заклучок е дека фондовите за хеџирање се главни трансмитери на шоките за време на кризите, многу побитни отколку комерцијалните или инвестициските банки. Ова е утврдено преку развој на статистички модел кој ги поврзува ризиците на комерцијалните банки, инвестициските банки, фондовите за хеџирање и осигурителните компании. Имено, утврдено е дека ризиците од комерцијалните банки многу брзо се прелеваат во инвестициските банки, и обратно. Осигурителните компании се идентификувани како институции кои немаат систематска важност во смисла на предизвикување дистрес во која било друга институција. Тие се сметаат за релативно сигурни во услови на криза, бидејќи нивните приноси се негативно поврзани со приносите на другите финансиски институции. Фондовите за хеџирање, пак, имаат ефекти над сите други видови финансиски институции. За време на кризи прелевањето на ефектите е исклучително високо, правејќи ги фондовите за хеџирање главни трансмитери на шокови.

3.1.6. Банкарските ризици во услови на светската финансиска криза

Банките во своето работење се соочуваат со повеќе банкарски ризици:

- ризик од неликвидност;
- кредитен ризик;
- пазарен ризик;
- каматен ризик;
- ризик на заработка;
- ризик од несолвентност (ризик од банкрот).

Ризик од неликвидност е ризикот банката да не може да одговори на тековните обврски и тековните барања на пари од страна на кредитобарателите, клиентите или институциите. Овој ризик банката може да го надмине со чување примарна и секундарна резерва за ликвидност.

Изложеноста на банката на ризик од неликвидност се мери преку три показатели:

- учеството на краткорочните обврски на банката во вкупната актива (каде што под краткорочни обврски на банката не се мисли на депозити, туку на позајмици на банката на пазарот на пари);
- учеството на готовината со која располага банката во вкупната актива;
- учеството на кредитите во вкупната актива.

Кога е поголемо учеството на краткорочните обврски на банката во вкупната актива, банката е повеќе изложена на ризик од неликвидност.

Кога е поголемо учеството на готовината со која банката располага во вкупната актива, банката е помалку изложена на ризик од неликвидност, бидејќи на тој начин брзо ќе може да одговори на нејзините обврски.

Кога е поголемо учеството на кредитите во вкупната актива, банката е најмногу изложена на ризик од неликвидност.

Кредитниот ризик е ризикот банката да не може да си го наплати кредитот кој го издала. Изложеноста на банката на кредитен ризик се мери преку два показател:

- учеството на лошите кредити во вкупните кредити;

- учеството на отпишаните кредити во вкупните кредити.

Лоши или нефункционални кредити се кредити кои не генерираат приходи во рок подолг од 90 дена. Ако и по 90 дена од кога кредитот би требало да се врати тој сè уште не е вратен, односно доколку неговата наплата доцни повеќе од 90 дена, тој се смета за лош кредит. Лошите кредити сè уште се водат како активни кредити, со надеж дека некогаш ќе бидат наплатени. Јасно е дека колку е поголемо учеството на лошите кредити во вкупните кредити, толку банката е повеќе изложена на кредитен ризик.

Кога лошиот кредит ќе се отпише како ненаплатлив, по сопствена проценка на банката, тој кредит се префрла во вонбилансна евиденција, а се нарекува отпишан кредит. Колку е поголемо учеството на отпишаните кредити во вкупните кредити, толку банката е повеќе изложена на кредитен ризик.

Пазарен ризик е ризикот од неизвесноста на пазарот, односно ризикот од промена на вредноста на активата на банката поради промена на каматните стапки на пазарот. Промената на каматните стапки веднаш влијае на вредноста на кредитите со фиксна каматна стапка, како и на вредноста на хартиите од вредност. Ако банката се соочи со потреба да продаде дел од средствата чија вредност се намалила, таа многу ќе изгуби.

Каматен ризик е ризикот од промена на каматните стапки, што ќе има директен одраз на профитот на банката. Каматната стапка влијае на промена на висината на приходите кои ги остварува банката, како и на нејзините расходи.

Ризикот на заработка претставуваа ризик поврзан со сигурноста на добивката на банката. Мерка за овој ризик е варијансата.

Ризик од несолвентност е ризик од банкрот на банката.

При појава на криза банката истовремено се соочува со сите овие ризици. Но, особено се изразени ризикот од неликвидност и кредитниот ризик.

Кризата во 2007 – 2008 година беше најголемиот шок на банкарскиот систем по 1930-тите години, повлекувајќи го клучното прашање за ризикот од неликвидност на банките. Глобалниот финансиски систем се соочи со итна потреба од готовина од различни извори, кои потекнуваат од склучување финансиски договори, од краткорочните кредитори, а особено од постоечките кредитиносители (физички и

правни лица кои користат кредит земен од некоја финансиска институција). Од сите финансиски институции, најголем ликвидносен притисок претрпеа банките. Финансиските институции им обезбедуваат ликвидност на депозиторите и на кредиторите на тој начин што во секој момент се способни да одговорат на нивната побарувачка за готовина. Во традиционалната финансиска рамка ризикот од неликвидност на банките се поврзуваше со веројатноста од банкарска паника и од масовното повлекување на паричните средства од банките. Овој вид нестабилност се надминуваше главно со држење задолжителна резерва од страна на банките, како процент од нивните собрани депозити. Во принцип, во денешно време депозитите не се носители на ризик од неликвидност. Банките сè почесто како извори на финансирање не користат само депозити, туку влегуваат во репо-договори, секјуритизација и други необезбедени должнички инструменти. За овие извори на средства банката нема обврска да држи задолжителна резерва. Во последно време ризикот од неликвидност не потекнува од одлив на депозити од банката, туку од изложеноста на банката на новите финансиски аранжмани, како што се: неповлечени кредитни обврски, обврски за откуп на средства подложни на секјуритизација, обврски на пазарите на деривативи, повлекување на средства од краткорочни финансиски аранжмани. Токму тоа, но и постоењето на сè повеќе вонбилансни ставки се причини за големиот ликвидносен проблем со кој се соочиле банките за време на кризата.

3.2. Развојот на системска криза

Можеби централен факт за избувнување на кризата е фактот што на 30 јуни 2008 година, пред да избувне кризата, во американскиот финансиски систем имаше најмалку 31 милион нетрадиционални хипотекарни кредити, што претставува 57 % од сите хипотекарни кредити на пазарот, а 76 % од нив биле поседувани од владини агенции или од ентитети контролирани или регулирани од страна на државата (Pinto, 2011). До оваа калкулација е дојдено дури три години по избувнување на

кризата, во 2011 година. Бројот на нетрадиционални хипотекарни кредити на пазарот во 2008 година бил непознат, се сведувал само на пријавените купопродажби на нетрадиционални хипотекарни кредити. Реалната бројка била многу поголема. Земајќи го предвид фактот што агенциите финансирани од владата, „Фени Меи“ (Fannie Mae) и „Фреди Мак“ (Freddie Mac), избегнуваа да ја прикажат нивната целосна изложеност на купување нетрадиционални хипотекарни кредити, во принцип никој, дури ни ФЕД (FED) со неговите бројни извори на податоци, не бил во можност да процени колку точно нетрадиционални хипотекарни кредити имало во финансискиот систем за да можат според тоа да предвидат дека неизбежно било да настапат безброј хипотекарни пропаѓања, кога цените на становите престанаа да растат. Следствено, можеби најлогичен заклучок е дека главната причина за разгорување на финансиската криза се политиката на американската влада во врска со финансирањето на домовите во периодот од 1992 година до 2008 година. Секако дека американската влада, нерасполагајќи со доволно информации, не го сторила тоа намерно. Таа не била свесна што ќе се случи и какви големи последици ќе се предизвикаат со оваа криза. За настанување на кризата удел има и приватниот сектор, но неговата улога е минимална во споредба со улогата на владиниот сектор. Активностите на приватниот сектор сами по себе никогаш не би предизвикале криза од овој ранг.

Систематски ризик е ризикот од колапс на цел еден финансиски систем или на цел еден пазар. Токму тоа ѝ се случи на Америка.

Иако како главна причина за настанување на кризата е владината политика за поседување домови, сепак, ситуацијата најмногу се влоши како резултат на паниката и грешките направени од страна на функционерите, кои во тоа време управувале со институциите. Подоцна, обидувајќи се да ги минимизираат или да ги поправат сопствените грешки, тие се правдале дека нивните овластувања не биле доволни за да можат успешно да одговорат на настаните.

Првата жртва на кризата е банката „Беар Стернс“ (Bear Stearns). Со актива од околу 450 милијарди долари „Беар Стернс“ беше најмалата од петте најголеми инвестициски банки на Вол стрит (Wall Street), кои особено пораснаа и станаа моќни откако станаа јавни компании во 80-тите и 90-тите години на минатиот век („Merrill

Lynch“ е првата во 1971 година, потоа „Bear Stearns“ во 1985 година, „Morgan Stanley“ во 1986 година, „Lehman Brothers“ во 1994 година и „Goldman Sachs“ во 1999 година). „Беар Стернс“ не пропадна прва случајно. „Беар Стернс“ беше инвестициска банка со најголем процент на приватни хипотекарни хартии од вредност базирани на нетрадиционални хипотекарни кредити, па така како што почна да опаѓа вредноста на домовите и на хипотекарните кредити од 2007 до 2008 година, така и банката почна да слабее. За разлика од комерцијалните банки, инвестициските банки беа тргувачи на пазарите. Секоја од нив се развила од некои првични брокерско-дилерски фирми, кои потоа почнале да им служат како подружници и продолжиле да држат широко портфолио од средства за тргување, финансирајќи се со краткорочни обврски. Како тргувачи, инвестициските банки имале потреба од што поголемо совпаѓање на рочностите на нивните средства и рочностите на нивните обврски, па, според тоа, тие се соочуваа и со повисоко ниво на левериџ во однос на комерцијалните банки. Уште во април 2007 година „Беар Стернс“ започна да прикажува големи загуби, при што акциите на компанијата паднаа за 42 % до крајот на 2007 година. Оперативните загуби и опаѓањето на вредноста на капиталот продолжија и во текот на 2008 година, а тоа почна да ги плаши краткорочните кредитори на банката, особено оние, како што се фондовите за хеџирање, кои имаа примарни брокерски фондови кај „Беар Стернс“, кои биле отповикливи на барање. Падот на вредноста на средствата ги покачи стапките на левериџ на целиот пазар, намалувајќи ја ликвидноста и правејќи го позајмувањето сè поскапо. На 12 март 2008 на сите финансиски пазари се рашири информацијата за ликвидносните проблеми на „Беар Стернс“, а банката не беше способна да ги убеди инвеститорите дека ќе може да продолжи со подмирување на нејзините краткорочни обврски. На крај беше објавено дека „Беар Стернс“ не можела да позајми ниту од агенцијата „Фени Меи“ (Fannie Mae) ниту од агенцијата „Фреди Мак“ (Freddie Mac). Ниедна компанија не ги сакала средствата на „Беар Стернс“ во своите биланси, а кредиторите повлекувале средства од сите посредници кои можеби претходно би ги сметале како релативно сигурни. На 16 март 2008 „Беар Стернс“ беше преземена од страна на „ЏП Морган Чејс“ (JPMorgan Chase), со владина помош од 29 милијарди долари во соработка со ФЕД (FED). И покрај неговата неликвидна позиција, „Беар

Стернс“ сè уште беше солвентен, така што неговите акционери добиле по 2 долари од акција (подоцна акцијата била проценета на 10 долари, со што акционерите добиле дополнителен износ). Една година порано акцијата на „Беар Стернс“ вредела 159 долари. Токму овој настан, спасувањето на „Беар Стернс“ од страна на државата, наместо да предизвика поголема сигурност и стабилност, предизвика уште поголема недоверба и инвеститорска паника. Неликвидноста на „Беар Стернс“ и неговата продажба беа само почеток на развојот на системска криза. Сите големи финансиски институции се меѓусебно поврзани. Но, дали „Беар Стернс“ беше преголем за да пропадне или преповрзан со други институции за да се дозволи да пропадне? Дали изложеноста на големите финансиски институции една кон друга е толку голема што во случај на пропаст на една од нив тоа би довело до катастрофални ефекти на пропаст и на останатите? Шест месеци по пропаста на „Беар Стернс“ пропадна уште една од петте најголеми инвестициски банки во САД – „Леман брадрс“ (Lehman Brothers). Иако „Леман брадрс“ беше речиси 50 % поголема банка од „Беар Стернс“, со средства во вредност од околу 650 милијарди долари, со неговата пропаст не дојде до истовремено поврзано пропаѓање на ниедна друга голема банка, инвестициска банка, брокерска или дилерска фирма, ниту осигурителна компанија. Банкротот на „Леман брадрс“ настапи во момент кога пазарот беше во општа паника, уште поголема отколку при пропаѓањето на „Беар Стернс“, а сите големи финансиски институции беа нестабилни и честопати и несолвентни. Но, овие фирми не страдаа поради банкротот на „Леман брадрс“. Тие страдаа поради што сите беа огромни инвеститори во хипотекарни хартии од вредност, кои се однесуваа на нетрадиционални хипотекарни кредити. Според тоа, владиното спасување на „Беар Стернс“ не било оправдано од аспект на стабилизирање на состојбата во земјата. Банкротот на „Беар Стернс“ сам по себе не би довел до пропаст на други институции во земјата, ниту пак јавноста во тој момент очекувала државата да застане да спасува инвестициска банка, која по својата природа не е осигурена финансиска институција од државата. Спасувањето на „Беар Стернс“ директно предизвикал морален хазард и понатамошен развој на систематска криза. А кога дојде до банкрот на „Леман брадрс“ јавноста, која очекуваше и оваа банка да биде спасена од страна на државата, уште повеќе се

исплаши кога виде дека државата не прави ништо за да ја спаси. Тогаш јавноста, знаејќи за колку поголема банка станува збор, логично очекуваше државна интервенција. Паниката само растеше.

Набрзо следувале банкротите на „Голдман Сакс“ (Goldman Sachs) и на „Морган Стенли“ (Morgan Stanley), двете најголеми инвестициски банки, кои од тој момент станале холдинг-компаниии, кои биле предмет на регулација од страна на ФЕД (FED). Се сметало дека со нивната трансформација во холдинг-компаниии, регулирани од страна на ФЕД (FED), ќе се внесе поголема доверба и стабилност на пазарот, кој бил во тотална паника. „Ваховија нешнл бенк“ (Wachovia Nacional Bank) и „Вашингтон мјучуал бенк“ (Washington Mutual Bank) биле преземени од страна на федералната корпорација за осигурување депозити и биле продадени на други поголеми институции. Тие, како и другите институции, пропаднале поради инвестиции во хипотекарни кредити со многу лош квалитет.

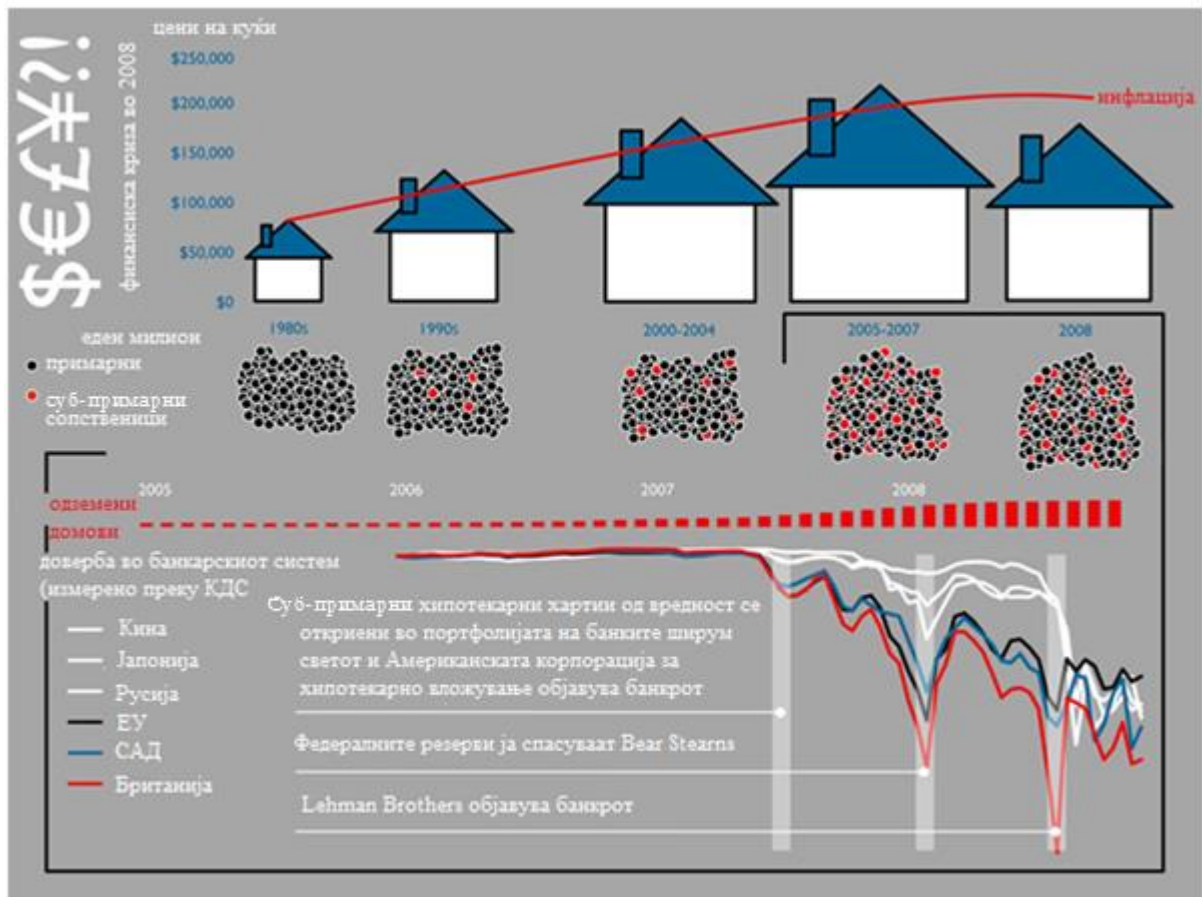
Меѓу фирмите, инвеститорите и кредиторите постоеше страв дека ниедна приватна фирма повеќе не е сигурна инвестиција, без разлика на нејзината големина. Дошло до повлекување на огромни парични средства од приватниот пазар, а се инвестирале во безризичните државни хартии од вредност на САД, така што краткорочните државни каматни стапки станале негативни. Инвеститорите во паника сакале да инвестираат во државни записи. Во овие услови најлошото нешто што може да ѝ се случи на една финансиска фирма е за неа да има гласини на пазарот дека е можно да не одговори на барањата за повлекување средства. Кога пазарот е во паника, честопати гласините ги водат инвеститорите. Тие не поставуваат прашања и немаат време да ја проверат точноста на гласината. Финансиските институции почнаа да се плашат од меѓусебно позајмување, па дури и позајмувањето преку ноќ згаснало. Токму тука се осети развојот на систематската финансиска криза.

Помеѓу луѓето се разви паника како да доаѓа крај на светот. Ликвидноста сосема згасна, а најголемите и најреномираните фирми почнаа да имаат тешкотии да одговорат на нивните парични обврски. Кога личеше дека состојбата не може да биде полоша, ФЕД (FED) објави дека и најголемата осигурителна холдинг-компанија „АИГ“ (AIG) мора да биде спасена од банкрот. Хипотекарните хартии од вредност, кои се однесувале на нетрадиционални хипотекарни кредити и кои биле

осигурани од страна на „АИГ“ (AIG), ја губеле нивната вредност, со што почнале да се зголемуваат колатералните обврски на „АИГ“ (AIG). Со овој чекор на ФЕД (FED) јавноста повторно беше збунета, која, пак, после дозволувањето на „Леман брадрс“ (Lehman Brothers) да банкротира веќе не очекуваше државата да се обиде да спаси која било друга институција. На пазарот се разви уште поголема недоверба. Како излез од целата ситуација конгресот издвојува 700 милијарди долари финансиска помош од Волстрит, позната како ТАРП (TARP – troubled asset relief program), со која сакал на трезорот да му ги обезбеди потребните средства за да може да ги откупи токсичните средства (хипотекарните хартии од вредност кои се однесувале на нетрадиционални хипотекарни кредити) од банките кои ги имаат во својата актива. По овој чекор „Доу џонс индастриал евериџ“ (Dow Jones industrial average) паѓа 778 поени, што претставува негов најголем еднократен пад во историјата. Но, трезорот не ги искористил средствата од фондот за таа цел, туку тој купил преферирани акции од најголемите банки, со што инјектирал капитал на пазарот, но притоа на јавноста ѝ оставил погрешен впечаток дека доколку не ја извршел оваа државна интервенција банките би пропаднале. И по вбризгувањето капитал кај најголемите банки пазарот продолжил да опаѓа, токму поради зголемувањето на недовербата во системот. Дури во март 2009 година конечно пазарите почнале да бележат слаб пораст. Во март 2009 година се забележани најниските нивоа на пазарни индекси по започнувањето на кризата.

На сликата подолу е прикажано како низ годините се движат цените на домовите кога го достигнуваат нивниот бум во периодот до 2008 година. Истовремено, преку цените на домовите е прикажано и движењето на стапката на инфлација, која дури на крајот на 2008 година почнува да опаѓа. Во истиот овој период се зголемува бројот на суппримарни хипотекарни кредити во однос на примарните, сè до 2008 година, кога е највисока и стапката на одземени домови поради пропаѓање на хипотекарните кредити (поради неисплата). Довербата во банкарскиот систем го достигнува своето дно во моментот кога „Леман брадрс“ (Lehman Brothers) објавува банкрот.

Слика 3.1.: Визуелен приказ на глобалната финансиска криза од 2008 година



Извор: Aler, C., Conway, S. (2009), "Visual Guides to the Financial Crisis", available at: <https://www.good.is/infographics/making-sense-of-the-financial-mess>

Во делот **Прилози** од овој труд е прикажан хронолошкиот тек на сите настани поврзани со развивањето на глобалната должничка криза од 2008 година.

3.3. Последици од глобалната финансиска криза 2008 – 2010

Последиците од оваа финансиска криза се огромни и не се ограничени само на ниво на една држава, туку на светско ниво. Како што претходно е наведено во овој труд, кризата која започна во Америка доби глобален размер. Иако започна во една земја, се рашири на сите континенти, зафати по повеќе земји од секој континент, вклучително и најголемите светски велесили, а, секако, ги зафати и

најголемите финансиски пазари во овие земји. Токму овие карактеристики ја идентификуваат кризата од 2008 година како глобална финансиска криза. Поради нејзиниот замав, логично е таа да остави последици во секој домен. Пред сè, ефектите од кризата се рашириле на финансиските пазари на кои се тргувало со акции од компаниите кои банкротираа и пропаѓаа не само во рамки на САД туку и во другите светски земји. Ефектите уште повеќе се ширеле и поради тоа што на финансиските пазари масовно се тргувало со хипотекарни хартии од вредност, кои се однесувале на нетрадиционални хипотекарни кредити, чија вредност откако го достигнала својот плафон почнала драстично да паѓа и да предизвикува шокови на сите пазари во светот.

По септември 2008 година финансиската криза зема сè поголем замав. Пазарите на акции во светот почнаа да паѓаат, големите финансиски институции колабираа или беа откупувани, а владите и на најбогатите земји од светот мораа да истапат со таканаречени пакети за спасување како финансиска помош за излез на нивните финансиски системи од кризата. Но, глобалната финансиска криза не само што ги погоди сите финансиски пазари во светот туку почна директно да влијае на квалитетот на живот на населенијата од речиси сите земји во светот, кои несомнено се меѓусебно поврзани.

Во оваа глава посебно ќе ги изанализираме и одговорите на владите врз ефектите од глобалната финансиска криза преку нивните краткорочни решенија, како и преку новопоставената регулација на пазарите.

3.3.1. Ефекти на кризата врз финансиските пазари

Со настанување на кризата во САД глобалниот финансиски систем претрпе голема слабост. Дел од финансиските производи и инструменти станаа премногу комплексни, така што довербата во целиот финансиски систем почна да опаѓа. Тука се мисли на хипотекарните хартии од вредност, кои се однесуваа на нетрадиционални хипотекарни кредити со кои се тргуваше на пазарите, а, пред сè, екзотичните деривативи, како и секјуритизацијата, која повторно се однесуваше на

нетрадиционалните хипотекарни кредити, а која се одвиваше на светските берзи. Преку овие хипотекарни хартии од вредност се креираа енормни суми на пари во глобалниот финансиски систем. Бидејќи со екзотичните деривативи се тргува на пазари преку шалтер и се нерегулирани, нивните издавачи имаа можност да ја сокријат нивната ранлива природа. Притоа, не е изненадувачки фактот што кризата предизвика непроценета нестабилност на финансиските пазари и огромни загуби за многу инвеститори. Во продолжение ќе ги прикажеме пазарните движења за време на кредитната криза и ерозијата на довербата на инвеститорите предизвикана како резултат на кризата:

- стапката на принос на трезорските записи стана негативна (Gaffen, 2008);
- премиите за ризик на корпоративните обврзници бележеа постојан пораст;
- индексот *Стандард и Пурс 500* во октомври 2008 година ги достигна неговите најлоши вредности (Maidment, 2008);
- светските берзи забележаа пад од над 30 % (Kosakowski, 2008);
- на финансиските пазари се разви генерален недостиг од доверба и ликвидност.

Кредитната криза најпрво предизвика ефекти на пазарите на обврзници каде што инвеститорите почнаа да ги избегнуваат ризичните средства, инвестирајќи во безризичните американски трезорски хартии од вредност. Распонот помеѓу безризичната стапка на принос на трезорските хартии од вредност и стапките на принос на корпоративните обврзници почна сè повеќе да расте, а на почетокот на 2008 година почна да достигнува рекордни вредности. Овој распон го покажува дополнителниот надомест, кој инвеститорите го бараат доколку купат корпоративни обврзници наместо безризични државни хартии од вредност. Како што кризата се интензифицираше во текот на 2008 година, така овој распон стануваше сè поголем. Распонот помеѓу безризичната стапка на принос на трезорските хартии од вредност и стапките на принос на корпоративните обврзници ги одразува многу повисоките трошоци за позајмување со кои се соочени компаниите кои сакаат да си го зголемат капиталот преку емисија на обврзници. Големiot пораст на овој распон предизвика големи загуби за многу банки и

инвеститори. Инвеститорите во исто време ги продавале ризичните средства на пазарот на обврзници, а купувале сигурни безризични трезорски хартии од вредност. За време на кредитната криза стапката на принос на двегодишните државни обврзници паднала од 5 % на нешто под 1 %. Стапките на принос на краткорочните државни хартии од вредност опаднале уште повеќе, па во еден момент стапката на принос на некои државни хартии од вредност достигнала негативни вредности. Довербата на инвеститорите во финансискиот систем била толку мала, што тие на некој начин сакале да му платат на трезорот да ги чува нивните пари наместо да инвестираат во што било друго во обид да заработат некоја разумна стапка на принос.

Графикон 3.1.: Дневни движења на каматната стапка на 3-месечните трезорски записи на САД во периодот од 1982 година до крајот на 2008 година



Извор: Babak (2008), "T-Bill Rate Approaches Zero", available at: <https://seekingalpha.com/article/96156-t-bill-rate-approaches-zero>

На графиконот 3.1. се прикажани движењата на каматната стапка на тримесечните трезорски записи на САД во периодот од 1982 година до крајот на 2008 година. Преку дадените податоци може да се согледа колку фамозниот Црн петок имал мал ефект врз оваа каматна стапка. Нападите на 11 септември значително повеќе се одразиле врз каматната стапка на тримесечните трезорски записи, додека со

настапувањето на глобалната финансиска криза од 2008 година каматната стапка на тримесечните трезорски записи го достигнала своето дно.

Кризата предизвикала ефекти и на пазарите на акции, односно на берзите. Цените на акциите ги достигнаа своите највисоки вредности во ноември 2007 година, а потоа почнаа да добиваат надолен тренд. После банкротот на „Леман Братс“ (Lehman Brothers), во септември 2008 година, се интензивираше продажбата на акции на берзите. Главните светски берзи од САД, Европа и Азија претрпеа падови, а особено берзите од Хонг Конг и од Русија. Инвеститорите, барајќи спас од пазарите кои паѓаа, немаа каде да избегаат. Кризата ги погоди сите пазари.

Откако Претставничкиот дом на САД (US house of representatives) не успеа да го спроведе планот за излез од кризата, на 29 септември 2008 година индексот *Стандард и Пурс 500* опадна за 8,8 %, што е најголем забележан пад во рамки на еден ден уште од Црниот понеделник од 1987 година (Andrews и McCormack, 2008). Истиот ден загубите на американската берза надминаа еден трилион американски долари само за еден ден, што е рекорд во историјата на финансиите. На 6 октомври 2008 година „Финаншл тајмс сток индекс 100“ (Financial Times Stock Index 100) за еден ден опаднал за 8 %, што е исто така најголем забележан пад во рамки на еден ден после 1987 година. Следувале големи падови на берзите во Париз и Франкфурт. Руската берза за само еден ден изгуби една петина од нејзината вредност. „Никеи 225“ (Nikkei 225) индексот на јапонската берза опадна за 5,3% за само 30 минути по нејзиното отворање. Истиот ден „Доу Џонс индустриал евериџ“ (Dow Jones Industrial Average) забележал пад од 3,3 %, а во текот на цела таа недела опаднал за 18 %. (Winnett, 2008). Овој неделен пад на *Dow Jones* е најголемиот пад во неговата историја мерено и процентуално и во апсолутни поени. Индексот *Стандард и Пурс 500* таа недела забележа пад од над 20%. На 8 октомври индонезиската берза забележа пад од 10 % за само еден ден (The Sydney Morning Herald, 2008). Откако три трговски дена беше затворена, исландската берза повторно отвори на 14 октомври, кога исландскиот индекс OMX забележа пад од 77 %. Тоа главно се должеше на фактот што трите најголеми банки од Исланд, кои зафаќаа 73,2 % од вредноста на

исландскиот индекс OMX пропаднаа и нивната вредност беше сведена на нула (Iceland Chamber of Commerce, 2011).

На 24 октомври 2008 година светските берзи ги претрпеа најголемите падови, од околу 10 % на дневна основа (Kumar, 2008). Сепак, „Доу џонс индастриал евериџ“ (Dow Jones Industrial Average) не забележа толку голем пад, па неговата вредност опадна за 3,6 %. Американскиот долар и јапонскиот јен пораснаа во однос на другите големи светски валути, особено во однос на британската фунта и канадскиот долар, и тоа како резултат на потрагата на инвеститорите по сигурно поле за вложување.

Како резултат на кризата, најголемите светски финансиски пазари изгубија повеќе од 30 % од нивната вредност.

Дури и берзата во Мексико, која дотогаш беше најуспешна помеѓу големите светски пазари на акции, од почеток на годината до ноември 2008 година достигна пад од над 33 %.

Лошите резултати на пазарите на обврзници и акции беа првиот видлив доказ за постоењето на кредитната криза. Но, уште побитен ефект, иако невидлив, беше ефектот на недовербата на инвеститорите. Модерниот финансиски систем е зависен од довербата и од сигурноста помеѓу инвеститорите. Без нивната доверба, парите се само обично парче хартија, а сертификатите за поседување хартија од вредност немаат никаква вредност. Најопасниот аспект на кредитната криза беше моментот кога почна да се шири недовербата, кога инвеститорите почнаа да се сомневаат во солвентноста на банките и другите финансиски институции. Ова ширење на недоверба ги сруши темелите на модерниот финансиски систем.

Довербата, односно недовербата, не е лесно да се измери како што тоа може да се направи со мерење на ценовните движења на акциите и обврзниците. Сепак, добар индикатор за нивото на доверба е каматната стапка ЛИБОР. ЛИБОР ја претставува стапката по која големите светски банки сакаат меѓусебно да си позајмуваат краткорочни средства. Во нормални услови големите банки се поврзуваат со низок кредитен ризик, па, според тоа, ЛИБОР го прикажува нивото и движењата на краткорочните државни хартии од вредност во Америка. Но, како што кризата се разгоруваше, ЛИБОР стана една од главните теми за дискусија и еден од најдобрите

индикатори за глобалното кредитно замрзнување. Откако повеќе од три месеци се задржа непроменет, ЛИБОР одеднаш забележа голем скок по банкротот на „Леман брадрс“ (Lehman Brothers) во септември 2008 година. Овој скок ја одразува големата неподготвеност на дел од банките да си позајмат едни на други. Во глобалната економија базирана на кредитирање и доверба, ова беше екстремно лош знак, кој поттикна загриженост помеѓу носителите на економската политика од потенцијален системски колапс кој би го погодил глобалниот финансиски систем. По големиот пораст на ЛИБОР, во октомври 2008 година тој одеднаш опадна како резултат на комбинираните акции на глобалните носители на монетарната политика, кои помогнаа за намалување на стравот помеѓу учесниците на финансиските пазари. Пред сè, стануваше збор за намалување на каматните стапки од страна на централните банки, што предизвика пад на ЛИБОР на нивото што го имаше уште пред банкротот на „Леман брадрс“ (Lehman Brothers).

3.3.2. Ефекти на кризата врз глобалната економија

Со кредитната криза на хипотекарниот пазар и со пукањето на станбениот меур во САД, ефектите почнаа да се пренесуваат и кај другите економии низ светот. Во светот се јави страв од глобален економски колапс. Во глобализираниот систем кредитниот шок може многу брзо да се пренесе преку целата реална економија и притоа да ја претвори глобалната финансиска криза во глобална економска криза. Во пошироката економија кредитниот шок и високите кредитни трошоци ќе афектираат повеќе економски сектори, притоа водејќи до пораст на невработеноста. Луѓето сè потешко ќе можат да си ги отплаќаат своите хипотекарни кредити, а рефинансирањето води кон уште повисоки трошоци. За секој купувач на дом, вредноста на неговиот дом почнуваше да паѓа, притоа оставајќи ги луѓето со негативен капитал. Тоа доведе до намалување на потрошувачката на населението на што бизнисите, со цел да опстанат, одговорија со намалување на работните места.

Кризата во оваа фаза се нарекува дури и глобална криза на невработеност. Така, повеќето земји, независно дали се богати и индустријализирани или сиромашни и во развој, беа доведени до рецесија.

Додека вниманието на медиумите беше насочено кон глобалната финансиска криза, која претежно ги засега богатата и средната класа, ефектите од глобалната криза за храната и за сиромаштијата, која најмногу ги погодува најсиромашните работнички класи, ги надмина прифатливите граници. Глад и сиромаштија ги зафати сиромашните земји во светот. Исто така, по кризата уште повеќе се влошени човековите права во земјите. Човековите права и економскиот развој одат во иста насока. Според тоа, логично е поради падот на економиите да се очекува да има сè помали човекови права. Глобалната финансиска криза доведе до глобална економска криза, која, пак, доведе до криза на човековите права. Поради глобалната криза за храна, глобалната криза на човековите права и големата сиромаштија, во светот има сè повеќе протести, кои најчесто се пречекани со голем отпор и сузбивање.

Сиромашните земји добиваат помош од побогатите земји во светот, но нивото на помош не може да се очекува дека ќе биде исто како во побогатите земји.

Во САД финансиската криза го погоди клучниот национален интерес на земјата, а тоа е заштитата на економската сигурност на Американците. Исто така, кризата влијаеше на САД и во остварување на целите на надворешната политика, како што е одржувањето политичка стабилност и меѓународните односи со другите земји, како и поддршка на финансиската инфраструктура, која ќе овозможи ефикасно функционирање на меѓународната економија.

Ефектите од финансиската криза не само што се чувствуваа на берзите и на главните улици за пазарење туку се одразија и на светските текови на извоз и увоз, на намалувањето на стапката на економски раст, на порастот на стапката на невработеност, на јавните приходи и расходи, како и на политичкиот ризик во одредени земји. Истовремениот пад на економската активност низ земјите од светот укажуваше дека развиените земји и земјите во развој се во голема мера поврзани со индустриските земји, а владите не можат да се потпрат само на извозот со цел да ги извлечат од состојбата на рецесија.

Се појави потреба од владина интервенција за справување со новонастанатата состојба за спасување на финансиските пазари и обид за излез на економиите од рецесија.

3.3.3. Одговор на владите на ефектите од финансиската криза

Ефектите од кризата толку се раширија што дел од светски најголемите финансиски институции колабираа, други институции беа откупени од страна на нивните конкуренти по многу ниски цени, а трети, пак, беа спасени од страна на владите на нивните држави преку програми за спасување и финансиска помош.

Владите беа соочени со потреба од интервенции за справување со кризата. Тие најпрво имаа за цел да ја вратат довербата во системот, а тоа беше возможно само со преземање вонредни мерки со голем опсег на покривање, кои ќе повлечат и огромни трошоци. Следниот чекор би бил справување со секундарните ефекти од кризата, пред сè со глобалната рецесија и одливот на капитал од развиените земји. Но, владите мораа да дадат и подолгорочен одговор на кризата преку правење измени во финансискиот систем, сè со цел да го намалат постоечкиот ризик и да се заштитат од идни кризи. Последна фаза на владина интервенција би била справување со политичките, социјалните и безбедносните ефекти од финансиската криза.

Владите на сите земји најпрво пристапија кон краткорочни решенија како инстантна реакција за да се сузбијат ефектите на кризата. Краткорочните решенија најмногу се гледаат во форма на финансиска помош и програми за стимулирање на економијата.

Но, владите мораа да направат и измени во регулативата, што беа еден вид подолгорочни решенија на целата криза. Со новата регулатива и со новите владини реформи би се коригирале недостатоците во системот, кои се лоцирале како резултат на настанување на кризата, иако тоа не значи дека нема да има отворен простор за нови кризи.

3.3.3.1. Краткорочни решенија

Повеќето земји во светот, вклучително САД и еврозоната, како резултат на кризата се соочија со рецесија.

Во таква состојба владите се обидуваат да ја стимулираат економијата.

Стандардната макроекономска политика вклучува политика на:

- зголемување на позајмувањата;
- намалување на каматните стапки;
- намалување на даночните стапки и воведување даночни повластици;
- пораст на јавната потрошувачка за јавни добра, како, на пример, вложување во инфраструктура.

Позајмувањето во период на рецесија е доста ризично, но во случајов идејата е со позајмицата да се стимулира економијата, а потоа долгот да се отплаќа во периодот на економски раст, кој би следел по излез од кризата.

Во иста насока, и намалувањето на каматните стапки би значело мала стапка на принос за луѓето кои би сакале да ги заштедат своите средства во некоја финансиска институција, во моменти кога на банките им е неопходно да ги зголемат капиталните резерви. Но, од друга страна, намалувањето на каматните стапки ќе ги охрабри луѓето повеќе да трошат, и притоа да го зголемат нивото на економска активност.

Намалувањето на даночните стапки во период на пад на економијата би резултирало со намалување на јавните приходи на државата токму кога тие ѝ се потребни, при што вложувањата во здравството и во образованието би биле под знак прашалник. Но, порастот на позајмувањето ќе ги надомести средствата што би се собрале при повисоки даночни стапки, а истовремено даночните обврзници ќе можат повеќе средства да одвојат на потрошувачка, со што повторно ќе се влијае на зголемување на нивото на економска активност.

Со порастот на јавната потрошувачка, во доменот на јавната инфраструктура ќе дојде до потреба од дополнителни работни места за изведба.

Северна Кореја, Јапонија, Кина, Англија и уште неколку земји од Европа ја применија политиката на намалување на каматните стапки за заживување на економската активност во земјите.

Многу земји се одлучија да земаат позајмици вредни милијарди долари со цел да понудат пакети за стимулирање на економијата. Во Исланд, каде што економијата во голема мера е зависна од финансискиот сектор, економските проблеми ѝ задале силен удар на земјата. Банкарскиот систем колабирал, а владата морала да позајмува од ММФ и од соседите за да може да се обиде да ја спаси економијата. Јавното незадоволство од владиното справување со кризата доведе до пад на владата во Исланд.

Голем дел од европските земји се обиделе да применат различни мерки за справување со ефектите откако не успеале да најдат заеднички одговор на кризата. Голем број од главните финансиски институции во Европа пропаднале, а на останатите им била потребна финансиска помош.

Со цел да ги спасат банките, некои европски земји решиле да ги национализираат банките, други решиле да гарантираат 100 % од заштедите на населението, трети да им помогнат на големите банки меѓусебно да си позајмуваат со цел да не дојде до пропаст на некоја од нив.

Во Европа, а, пред сè во Велика Британија, беше донесена одлука дел од банките кои пропаѓаа целосно или делумно да се национализираат, притоа враќајќи ја довербата во системот. САД не се решија на ваков чекор. Чекорот кој го направија САД беше американската влада да купува акции од банките кои се наоѓаат пред пропаст. Дел од економистите сметаа дека американската влада, пред сè, треба да им помага на луѓето чии хипотекарни кредити пропаднаа, а не на банките.

Европската Унија се реши да ја зголеми потрошувачката, да ја врати бизнис-довербата, да ја намали стапката на невработеност, да им овозможи на банките повторно да издаваат кредити и да промовира проекти за унапредување на животната средина. За пораст на потрошувачката и за намалување на даноците во рок од две години, очекуваше да бидат потребни околу 200 милијарди долари.

И покрај потрошените 700 милијарди долари на САД за финансиска помош на банките, банките сè уште не беа способни да издаваат кредити. Ова ги натера САД

на крај на ноември 2008 година да одобрат дополнителен пакет помош во износ од 800 милијарди долари. Околу 600 милијарди долари од нив се искористија за купување на хипотекарни хартии од вредност, кои се однесуваа на нетрадиционални хипотекарни кредити од страна на државата. Останатите 200 милијарди долари се искористија за одмрзнување на пазарот на потрошувачки кредити. Ова покажува како кризата се прелеа од финансиските пазари во реалната економија и кај потрошувачката на населението.

До крајот на февруари 2009 година вкупната помош на американската влада достигна 9,7 трилиони долари. Ова беше доволно за да се исплатат повеќе од 90 проценти од американските хипотекарни кредити за домови, но овие износи најмалку беа наменети за помош на поседувачите на домови (Stroupe, 2009).

Додека одговорите на Европа и на САД на кризата неочекувано беа со посоцијалистички политики, Кина изненади со покапиталистичка идеја. Кина сметаше дека најдобар одговор за справување со ефектите од глобалната финансиска криза би било воведување агрикултурни реформи во земјоделието за да ги стимулира и да ги развие своите интерни пазари.

Руската економија, пак, почнала да се стеснува, притоа сè повеќе зголемувајќи го стравот од сиромаштија. Нафтата, како еден од главните извозни средства на Русија, неодамна беше причина за бум, но падот на цените имаше големо влијание и на овој пазар, што доведе до бегане на инвеститорите од земјата.

Порастот на цените на храната, како и другите пропратни ефекти од финансиската нестабилност и недовербата во индустриските земји, предизвикаа ефекти и во земјите во развој. Многу земји во развој се соочија со високи трошоци за гориво, пораст на цените на производите, пропратени со страв од глобална рецесија. Економските аналитичари нагласуваа дека кризата може да има големо влијание во сите земји во светот, а особено во земјите во развој, кои се зависни од средствата за увоз или извоз. Недовербата и нестабилноста на меѓународните финансиски пазари, пропратени со дилемите околу насоката на монетарната политика во некои поголеми развиени земји, влијаат на мрачниот изглед на светската економија и би можеле да претставуваат значајни ризици за земјите во развој. Економиите кои се

зависни од увоз и извоз на стоки се изложени на значајно ниво на надворешни шокови од ценовните скокови на меѓународните пазари на средства.

Азиските земји се загрижени за настаните на западот. Голем број земји помогнаа САД да обезбедат средства за пакетите за финансиска помош за американската економија, што би имало ефект на зачувување на странските инвеститори и олеснување на проблемите во другите делови на светот.

Многумина веруваа дека азиските земји се прилично независни земји од западниот финансиски систем. Во Азија немаше суппримарна хипотекарна криза, како што имаше во многу западноевропски земји. Во последниве години многу азиски земји доживеаа брз раст и обогатување. Тоа доведе до масовно инвестирање во западните земји. Според тоа, имало пораст на странските инвестиции во Азија, претежно од запад.

Кризата покажа дека во светот на меѓусебно поврзани земји, ефектите секогаш брзо се пренесуваат од земја во земја. Тоа се случи и со Азија кога дојде до прелевање на ефектите од западните земји. Кај повеќето азиски земји први настрадаа нивните берзи, а вредноста на валутите почна да добива надолан тренд. Азиските производи и услуги, исто така, се глобални така што забавувањето на економската активност во богатите земји би значело зголемена веројатност за забавување на економската активност и во Азија. Како резултат на тоа во Азија се појави ризик од губење на работните места, социјални немири и други слични пропратни проблеми.

Индија и Кина се едни од најбрзо растечките земји во светот, а по Јапонија се и најголемите економии во Азија. Од 2007 до 2008 година индиската економија забележа раст од 9 % (The Times of India, 2008). Растот во најголема мера се должи на домашниот пазар. Но, тој факт не успеа да ја изолира земјата од ефектите на глобалната финансиска криза и до март 2009 година стапката на раст во Индија се намали на 7,1 %. (Daily News and Analysis, 2009). Иако и оваа стапка на раст е доволно висока, брзината на нејзиното намалување е загрижувачко. Слични ефекти имаше и во Кина. Економскиот раст во Кина се намали на 8 % (што повторно е солидна стапка, но е многу брзо намалена како резултат на кризата). Кина се соочи со незадоволство од губење на работните места. И Индија и Кина вложија милијарди во пакети финансиска помош.

Кина, загрижена за својата економија, се обидуваше да ги охрабри нејзините компании да инвестираат повеќе преку океанот, надевајќи се дека на тој начин ќе го намалат нагорниот притисок кон нивната валута.

Јапонија која во 90-тите години на минатиот век претрпе криза на сопствениот пазар, исто така, се соочи со проблеми од кризата. Иако јапонските банки се позаштитени од западноевропските, Јапонија е многу зависна од извоз. Изложеноста на Јапонија е толку голема што само во јануари 2009 година јапонското индустриско производство опадна за 10 %, што е најголемиот месечен пад во историјата на Јапонија (Hongjiang, 2009). Во првите три месеци на 2009 година јапонскиот производ нагло опадна, и тоа како резултат на намалувањето на извозот. Во април 2009 година се случи пораст на индустрискиот производ во Јапонија, поголем од очекуваниот. Сепак, во услови на висока невработеност и недостиг на доверба, беше намален и оптимизмот за опоравување на економијата. Кон крајот на октомври 2008 година се одржа состанок помеѓу претставници од Европската Унија и азиските земји на кој се утврди дека треба да се даде координиран одговор на глобалната финансиска криза. Овој координиран одговор зависи од влезот на азиските развиени економии во глобалните институции за воспоставување политики на светско ниво. Дотогаш жителите на азиските, но и на останатите земји во развој честопати се третирале како граѓани од втора класа кога станува збор за меѓународната трговија, меѓународните финансии и меѓународните инвестиции. Овој пат азиските земји се обидуваа за прв пат да се издигнат на исто ниво со западните земји, искористувајќи го фактот што кризата најмногу ги има погодено токму западните земји. Кина ја искористи оваа прилика за да ги привлече соседните земји и да се обидат заеднички да ги зајакнат економските врски. Како резултат на ова дојде до подобрување на односите во овој регион, што, пред сè, се гледа од подобрувањето на инвестициската соработка помеѓу Кина и Тајван.

Слабата интеграција на Африка во глобалната економија, која секогаш се нагласувала како негативна страна, во случајот на кризата делуваше позитивно, така што на африканските земји им овозможи да не бидат во голема мера погодени од кризата. Но, побогатите африкански земји, кои имаат изложеност кон остатокот од светот, секако дека ќе претрпат последици од кризата. Во последните години сè

повеќе интерес за африканските земји пројавуваат азиските земји, особено Кина. Додека финансиската криза најсилно ги погоди западните земји, Африка можеше да ужива во зголемената трговија. Но, не за долго. Во мај 2009 година ММФ предупреди дека стапката на економски раст на Африка ќе претрпи нагло опаѓање. Јужна Африка, африканската најголема економија, влезе во рецесија за прв пат по 1992 година, како резултат на брз пад на клучните мануфактурни и рударски сектори. ММФ вети помош за африканскиот регион со полоши услови за живеење. На долг рок странските инвестиции во Африка ќе се намалат, и тоа како резултат на кредитниот притисок. Африканските земји би можеле да се соочат со зголемен притисок за отплата на долгот. Како што кризата се продлабочуваше и меѓународните институции и западните банки кои ѝ позајмуваа на Африка се здобија со потреба од враќање на своите резерви, тие беа притиснати да почнат да бараат од Африка да си го отплаќа нејзиниот долг кон нив. Ова би значело дополнително намалување на социјалните услуги, како што се здравството и образованието, кои веќе биле на ниско ниво, како резултат на кризите и политиките од претходните периоди. Некои африкански земји почнаа да ги намалуваат своите буџети за здравство и за сида, како резултат на економската криза, со што уште повеќе се влоши состојбата во овие земји.

Најголемиот дел од јужноамериканските земји се зависни од трговијата со САД. Речиси половина од извозот на јужноамериканските земји оди во САД. Како резултат на тоа, со појавувањето на кризата во САД ефектите брзо ќе се прелеат во Јужна Америка, така што очекуван е пад на економската активност во јужноамериканските земји. Една од најниските стапки на раст во регионот се однесува на Мексико. Земјите од регионот се обидоа да се здружат за заеднички да ја подобрат трговијата и инвестициите со Азија. Ваквата диверзификација може позитивно да влијае на регионот преку подобрување на стабилноста во случај на наредна криза. Но, северноамериканските земји ги покачија бариерите за тргување со нивните соседи, така што кризата почна сè повеќе да се чувствува во јужноамериканските земји. Наместо регионална интеграција и унифицирана позиција за претставување пред остатокот од светот, кај јужноамериканските земји се јави зголемена потреба од меѓусебно одвојување. Ова особено го засегна Бразил,

како регионална економска велесила, водејќи се од мислата дека повеќе расправи во сопствената сфера би значеле оддалечување од глобалната сцена.

Голем број развиени земји се соочија со пад на автомобилската индустрија, поради што автомобилските компании имаа потреба да бараат финансиска помош од државата. Владината финансиска помош во банкарскиот сектор е логична и разбирлива, од аспект на тоа што банкарскиот сектор влијае на целата економија. Но, владината помош во автомобилската индустрија е поконтроверзна, бидејќи автомобилската индустрија не влијае на целата економија, но, од друга страна, повлекува многу работни места. Доколку владата реши да даде финансиска помош во автомобилската индустрија, тоа може да повлече барање за владина помош и од другите индустрии. Сепак, владите се решија да дадат финансиска помош во автомобилската индустрија, декларирајќи ја таа помош како еколошка иницијатива, но не бидејќи почнале повеќе да се грижат за животната средина и климатските промени, туку со цел да ги заобиколат правилата на Светската трговска организација во однос на субвенционирање на некредитоспособните компании, што, пак, се сметало за илегално. Владите наведоа дека финансиската помош која ја даваат во автомобилската индустрија претставува легална субвенција наменета за еколошки цели. На тој начин владите ја открија фундаменталната слабост на системот на Светската трговска организација. Тие можеа да ја субвенционираат која било компанија од која било индустрија, сè додека таа помош се декларира како еколошка.

Тука се зачна потребата за воведување нова регулација на меѓународните институции, како што се: Светската трговска организација, ММФ, Светска банка и други.

3.3.3.2. Регулација

По краткорочните одговори на владите за изнаоѓање решенија за излез од кризата следувале фундаментални реформи на финансискиот систем во меѓународни размери. Ова вклучува реформи на меѓународното банкарство и

финансии, реформи на меѓународната трговија и Светската трговска организација, реформи на бретонвудските институции (ММФ и Светска банка), реформи за давање поголемо право на глас и поголема моќ на земјите во развој и сиромашните земји од глобалната економија.

Фундаменталната реформа на меѓународното банкарство и финансии би опфаќала пораст на капиталните и на ликвидносните барања во финансиските институции, кои се потенцијални носители на систематски ризик. Во некои банки било наметнато банките да поседуваат поголемо ниво на резерви.

Џозеф Штиглиц наведува дека падовите на финансиските пазари се резултат на слабо развиените структури, неадекватната конкуренција и неадекватната транспарентност (Stiglitz, 2008). Делумно, ова се должи на фактот што поголемите институции не реагираат на системските промени кои би креирале поздрава конкуренција. На финансискиот систем му е потребна подобра регулација за да се врати довербата во него.

Од сите земји, најголема потреба од нова регулатива имаат САД. САД претставуваат меѓународен пазар составен од мултинационални корпорации, брзи трансфери на богатство, екстремно брзи комуникации и глобализирани системи за тргување со средства и хартии од вредност. Но, доколку во САД се постави престога регулатива во однос на другите земји, голема е веројатноста бизнисите и трансакциите од САД да мигрираат на другите пазари. Според тоа, се истакна потребата од координирани регулаторни измени помеѓу сите земји.

Центрите на финансиска активност, како што се: Њујорк, Лондон и Токио меѓусебно се конкурентни, така што мултинационалните компании можат да изберат каде да ги извршат нивните финансиски трансакции. Сè додека регулативната рамка и супервизијата во САД, во Европа и во другите големи финансиски центри не е меѓусебно компатибилна, бизнисите ќе бегаат од високорегулираните пазари кон земјите со ниско ниво на регулација и супервизија. Во април 2009 година се формираше Борд на финансиска стабилност (FSB – Financial Stability Board), кој ја координира работата на финансиските власти и телата за поставување стандарди на меѓународно ниво. Бордот ги поврзува државните власти одговорни за финансиска стабилност, претежно од Г-20 земјите. Главните

реформи кои се донесени под координација на Бордот за финансиска стабилност (Financial Stability Board Report to G-20 Leaders, 2013) и кои се имплементирани во земјите членки се:

- прифаќање на Базел 3 капиталните барања;
- смалување на бројот на банки, кои би се сметале за „преголеми за да пропаднат“, преку идентификација на систематски битни финансиски институции на ниво на една земја и на глобално ниво, високи барања за адекватност на капиталот, поинтензивна супервизија и некои реформи како национални шеми за резолуција со кои институциите кои пропаѓаат би можеле да се спасат без пошироки пореметувања во економијата;
- подобрување на процесот на секјуритизација;
- усвојување принципи за цврста пракса на компензација, со што би се избегнале неразумните иницијативи за преземање преголеми ризици;
- спогодба помеѓу Американските генерално прифатени сметководствени принципи (GAAP) и Меѓународните финансиски стандарди за финансиски извештаи (IFRS) за сличен третман на некои видови финансиски трансакции;
- сложување на некои празнини во расположливите податоци, како, на пример, хармонизирано прибирање на подобрени консолидирани податоци во врска со договорните страни и нивната изложеност на кредитните ризици поврзани со систематски битните банки;
- реформи за кредитните деривативи преку шалтер.

Една од главните лекции, научена како резултат на глобалната финансиска криза, е дека нивото на капитал во банкарскиот систем не беше доволно за да ги покрие ризиците кои произлегоа од кризата. Исто така, одредени инструменти не се покажаа како ефективни за спротивставување на ефектите од кризата и за намалување на загубите. Постојат и одредени ризици кои не биле соодветно вреднувани од страна на претпазливиот режим на банките.

Базел 3 стандардите се дефинирани како одговор на светската финансиска криза, а нивните правила имаат за цел да ја унапредат способноста на банкарскиот сектор да апсорбираат шокови кои произлегуваат од финансиски и економски стресни

ситуации, без разлика на конкретните причини кои довеле до тие ситуации, притоа намалувајќи го ризикот од прелевање на кризата од финансискиот сектор во реалната економија. По повеќе од една година работење на нивните подготовки, Базел 3 стандардите се усвоени на 16 декември 2010 година (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). Базел 3 стандардите се построги од претходните, а нивната примена би требало да придонесе за поголема и поквалитетна капитална основа на банките, адекватно управување со ризиците, воведување нов параметар, кој би претставувал однос помеѓу капиталот и вкупниот леверидж на банката, одредување на неговото максимално ниво, утврдување на мерките кои ќе ги обврзат банките и во добри времиња да издвојуваат повеќе средства кои би можеле понатаму да се искористат во периоди на криза, како и воведување на два глобални стандарди за ликвидност на меѓународно активните банки.

Базел 3 вклучува и две макропрudentни алатки за намалување на систематскиот ризик на меѓународно ниво, а тоа се:

1. Нови капитални барања изразени преку контрацикличен задолжителен капитал, кој финансиските институции мораат да го чуваат како дополнување на останатите минимални капитални барања.
2. Дополнително капитално барање за систематски битните финансиски институции на глобално ниво.

Минималната стапка на адекватност на капиталот кај Базел 3 стандардите останува 8 %, но се зголемува минималната стапка на капиталот од капитално ниво 1 од 4 % на 6 %. Најголем дел од капиталот од нивото 1 треба да биде во форма на обични акции и задржана добивка. Со оваа мерка се обезбедува капиталот на банките да биде составен од најквалитетните форми.

Капиталните барања на банката се проширени и опфаќаат повеќе дела:

- основно капитално барање од 4,5 %, кое важи за сите банки;
- дополнително капитално барање, како браник за зачувување на капиталот од 2,5 %, кое, исто така, важи за сите банки;
- контрациклично капитално барање, како контрацикличен браник за зачувување на капиталот од 0 % до 2,5 %, зависно од фазата на финансискиот циклус;

- дополнително капитално барање за системски значајните финансиски институции од 1 % до 2,5 %.

Дополнително капитално барање, како браник за зачувување на капиталот од 2,5 % би произвело дополнителен капитал, кој би послужил за покривање на загубите при појава на финансиски и економски кризи. Доколку банките не го одржуваат ова ниво на дополнителен капитал, нема да можат да исплаќаат дивиденди и бонуси.

Контрацикличните капитални барања имаат за цел да осигураат дека капиталните барања на банкарскиот сектор го земаат предвид и макрофинансиското окружување во кое работат банките. Неговата примарна цел е да користи дополнителен капитал над основните капитални барања со цел да го оствари поширокиот макропрудентен гол за заштита на банкарскиот сектор од периоди на прекумерен агрегатен кредитен раст, кој честопати се поврзува со зголемување на систематскиот ризик. Поради неговата контрациклична природа, помага за справување со ризиците и во двете фази на економските циклуси. Целта е во период на експанзија банките да го зголемат својот капитал за да имаат поголема заштита во време на рецесија. Стапката на овој дополнителен капитал треба да биде помеѓу 0 % и 2,5 %, зависно од фазата на финансискиот циклус, а се нарекува уште и контрацикличен браник за зачувување на капиталот. Тоа би значело дека кога економијата ќе го достигне својот бум, банката ќе треба да издвои 2,5 % контрацикличен дополнителен капитал.

Преку овие измени во капиталните барања можеме да заклучиме дека највисокото минимално капитално барање во форма на капитал од ниво 1 би било 12 % (4,5 % основно капитално барање + 2,5 % дополнително капитално барање + 2,5 % контрациклично капитално барање + 2,5 % дополнително капитално барање за системски значајна институција).

Друго дополнување кое е содржано во Базел 3 стандардите е воведувањето на две стапки на ликвидност:

- стапка на покриеност на ликвидноста (LCR);
- стапка на нето-стабилно финансирање (NSFR).

Воведувањето на стапките на ликвидност претставува одговор на големите ликвидносни проблеми со кои се соочија банките како резултат на кризата.

Стапката на покриеност на ликвидноста се однесува на краткорочната ликвидност, а бара од банките да поседуваат доволно високо ликвидни средства за да бидат во можност да покријат евентуални парични одливи за време на стресна состојба во времетраење од 30 дена.

Стапката на нето-стабилно финансирање се однесува на долгорочната ликвидност, а има за цел да обезбеди финансирање на активностите на банките од стабилни извори на средства (депозити, долгорочни позајмици и капитал). Тука, главно, целта е да се обезбеди подобро поврзување на рочностите на структурните средства и обврски на банката.

Базел 3 воведува и дополнителна обврска за банките, а тоа е да одржуваат стапка на левериџ од 3 %, мерена како однос помеѓу капиталот и изложеноста на долг. Оваа стапка на левериџ не е директно поврзана со нивото на банкарските ризици на кои е изложена банката, па, според тоа, им се спротивставува на потенцијалните слабости присутни во интерните модели за калкулација на капиталните потреби, кои биле различни во различни банки.

Базел 3 стандардите се очекува да се применуваат во целост во банките на меѓународно ниво од 1 јануари 2019 година.

Друг проблем идентификуван за време на кризата е проблемот на лоцирањето на систематски битните финансиски институции на кои државата би требала да им пружи помош за излез од кризата за да не дојде до ширење на ефектите од неа. Како систематски битна финансиска институција за време на оваа криза можеме да ја сметаме банката „Леман брадрс“ (Lehman Brothers). Базелскиот комитет (Basel Committee on Banking Supervision, 2011) вовел методологија за идентификација на систематски битните институции базирана на пет индикатори:

- големината на банката,
- нивната меѓусебна поврзаност со други институции,
- присуството на институции кои би можеле да ги заменат при нудење на услугите кои тие ги произведуваат (дали се лесно заменливи институции),
- опсегот на нивната активност на глобално ниво,
- нивната комплексност.

Систематски битните финансиски институции треба да подлежат на две групи реформи.

Првата група реформи се однесува на мерките на супервизија. Под мерки на супервизија се подразбира стеснување на барањата за солвентност за овие институции. Како што веќе наведовме, овие институции, кои ќе се лоцираат како систематски битни, ќе мора да чуваат дополнителна капитална резерва од 1 % до 2,5 %.

Втората група реформи се однесува на нова правна рамка во врска со овие институции. Тука, пред сè, се мисли на реструктурирање на институцијата од страна на надлежен орган преку користење специфични алатки, а со цел да се овозможи континуитет на нејзините основни функции. На тој начин ќе се обезбеди зачувување на нејзината финансиска стабилност.

Реформите и насоките во полето на секјуритизацијата по кризата претставуваат дел од Генерално прифатените сметководствени принципи на САД (GAAP) и Меѓународните стандарди за финансиски извештаи (IFRS) (Kamat и Agrawal, 2013). Според насоките на ГААП (GAAP), повеќе нема да биде достапна можноста за флексибилен трансфер на средствата од финансиската институција до некое квалификувано тело за специјална намена, и притоа тие средства да се избришат од билансната евиденција на финансиската институција емитент. Сметководствените информации во врска со вонбилансните средства мораат да бидат консолидирани со билансната евиденција. Исто така, овие средства не само што ќе се вклучат во консолидираните биланси туку ќе мора да се вклучат и во калкулациите за адекватност на капиталот. Средствата мораат да подлежат на фер вреднување, со што ќе се намали тенденцијата за селективна продажба на портфолија од средства со низок квалитет со цел да се постигне арбитража на регулаторниот капитал. Подобрувањето на процесот на секјуритизација се гледа преку барање од агенциите за кредитен рејтинг да откриваат повеќе информации и повеќе да истражуваат пред да доделат рејтинг. Исто така, во правните рамки на различни земји се воспоставени формални правила кои бараат задржување на основната актива.

ИФРС (IFRS), пак, дава три нови стандарди кои ќе ја засегнат секјуритизацијата, но тие претежно директно или индиректно се веќе вклучени и во насоките на ГААП

(GAAP). Првиот стандард се однесува на консолидирање на финансиските извештаи, на билансната и вонбилансната евиденција. Вториот стандард се однесува на заедничките аранжмани, а третиот се однесува на откривање на интересите на другите субјекти.

Исто така, во многу земји, пред сè во САД и во европските земји, се формирани регулативни тела кои би ја следеле и би ја контролирале работата на самите кредит рејтинг-агенции со помош на прифатени регулативни мерки. Со Дод-Франк (Dodd-Frank) актот од 2010 година е забранета употребата на кредитниот рејтинг за голем број статутарни цели. Актот Дод-Франк (Dodd-Frank) дава насока до законодавците при дефинирање на законите и прописите да не се потпираат на кредитниот рејтинг доделен од агенциите. Исто така, ги повикува регулаторите да ги прегледаат и да ги модифицираат постојните регулативи со цел од нив да се отстранат ефектите и влијанијата на кредитните рејтинзи, како единствен начин на проценка на кредитната способност (Dodd-Frank Act, H.R.4173).

Во однос на регулативата на кредитните деривативи, во некои законодавства се воведени барања за финансиски извештаи и централизиран клиринг на некои видови кредитни деривативи. Исто така, дадени се насоки за минимални стандарди кои треба да ги исполнуваат договорните страни. Сепак, пазарот на кредитни деривативи сè уште не е доволно регулиран. Постоечката регулативна рамка во тие земји каде што ја има е нетранспарентна и е потенцијално неоптимална.

3.3.4. Ефектот на контрацикличната макроекономска политика врз глобалната финансиска криза

Со ширењето на ефектите од глобалната финансиска криза низ светот глобалната економија го достигна најголемиот пад по Втората светска војна. Голем број развиени земји паднаа во рецесија, а економиите од остатокот од светот значително ја забавија својата економска активност. Како резултат на тоа, глобалната трговија и финансиските текови се намалуваа, а производството и вработеноста уште повеќе опагаа. Кредитните пазари останаа замрзнати откако

позајмувачите беа вклучени во процес на делевериџ и банките се бореа за подобрување на нивната финансиска состојба. Земјите беа соочени со ризик од повторно потпаѓање под „голема депресија“, пропратена со огромна невработеност. Владите за излез од новонастанатата ситуација одговорија со непроценети фискални стимулации и масовна инфузија на ликвидност во банкарскиот систем.

Една од најнеочекуваните реакции на владите во однос на глобалната финансиска криза беше драстичното намалување на каматните стапки. За време на претходните кризи новите развиени економии обично биле принудени да ги зголемат каматните стапки, сè со цел да го спречат одливот на капитал од земјата и меѓународните резерви да ги доведат на нормално ниво, со оглед на тоа што од кризите биле нападнати и нивните валути. За време на глобалната финансиска криза, со застојот во светската економија, стекнатиот кредибилитет и институционалниот капацитет на централните банки во земјите беа од клучно значење за да се пристапи кон активна контрациклична монетарна политика. Режимот на девизен курс беше основен фактор, кој овозможи економиите да пристапат кон намалување на каматните стапки. Со исклучок на земјите од Централна и Источна Европа, повеќето финансиски глобализирани економии пристапија кон пофлексибилни режими на девизен курс, особено по кризите на земјите во развој од 1990-тите години. Со примената на флукуирачки режим на девизен курс, централните банки ја зголемија нивната независност, кредибилитет и институционален капацитет, а земјите беа во можност да ги намалат валутните разлики во билансите на јавниот и приватниот сектор преку продлабочување на домашните должнички пазари. Како резултат на пофлексибилните монетарни режими, во 2008 година беше овозможено девизните курсеви значајно да депресираат, предизвикувајќи ублажување на глобалниот шок, а истовремено помагајќи да се ублажи надворешната нерамнотежа. Во претходните епизоди на кризи многу економии мораа да ги девалвираат нивните валути, но не како нивен избор, туку како резултат на бегството од нивните локални валути.

Во однос на фискалната политика, многу економии во текот на првата деценија од 21-от век ги подобрија нивните фискални позиции и се здобија со доволно фискален простор (фискална слобода во смисла на флексибилност на владата во нејзиниот

избор за што да се потрошат јавните приходи) за да можат да дизајнираат и да имплементираат пакети, како одговор на длабоката контракција на светската економија. За време на кризата многу земји во развој и нискодоходни земји имаа поголем фискален простор отколку развиените економии и имаа голем број најавени контрациклични фискални политики, уште пообемни отколку во некои развиени економии. Но, злоупотребата на фискалниот простор би ги казнила овие земји со намалување на нивниот фискален простор во иднина, што би можело да влијае на намалување на нивниот иден раст и доведување до нови кризи. Фискалниот простор е различен за секоја земја и примената на контрацикличната фискална политика е поголема во земјите со подобри капацитети за прилагодување, со понизок долг и со поголема желба за рационализација на нивната даночна база. Исто така, мошне важно е фискалните стимулациски пакети да бидат брзи и навремени, да траат доволно долг период, да бидат диверзификувани, да бидат логични и да бидат доволно големи за да не доведат до експлозија на задолженост и спротивна реакција на финансиските пазари. Силната експанзија во фискалните биланси на земјите во развој беше тотална спротивност на карактеристичната фискална консолидација спроведена во претходните епизоди на кризи. Во минатото, во кризни периоди, земјите во развој обично следеле проциклични фискални политики.

3.3.5. Појава на кризи близначки во одредени земји

Последиците од глобалната финансиска криза се едни од најшироко распространетите во историјата. Не само што банкарскиот систем претрпе сериозни последици туку, исто така, се појави и криза на јавниот долг, а и валутите беа ставени под притисок.

Ефектите од кризите можат да се појават во различни сектори од финансискиот систем. За време на банкарска криза целокупните банкарски системи не се во состојба да ја вршат својата функција на финансиски посредници. Тоа доведува до прекин на канализирањето на индивидуалното штедење во индивидуални

инвестиции. Во случај на должничка криза, позајмувачите одеднаш не се во можност да си го отплатат својот долг. Како резултат на тоа, потенцијалните кредитори можат да бидат спречени да продолжат со давање заеми. Во случај на валутна криза, земјата одеднаш ја губи довербата на меѓународните инвеститори. Тоа води кон длабока депресијација или девалвација на валутата на земјата или кон намалување на нејзините меѓународни резерви. Честопати различните видови финансиски кризи се случуваат истовремено. Во таков случај реалните економски трошоци се уште повисоки. Истовременото одвивање на две различни видови кризи е познато како појава на кризи близначки. Дури во некои земји можат да се јават истовремено и три различни видови кризи, што претставува феномен на кризи тројки.

Со колапсот на светскиот банкарски систем во 2007 – 2008 година, поголеми негативни ефекти се појавија во развиените земји, во однос на земјите во развој. Земјите во развој многу побрзо се изборија за излез од кризата, додека развиените земји се соочија со длабока и долга рецесија. Но, повеќето од банкарските кризи во развиените земји не доведоа до кризи близначки проследени со валутна криза (исклучок беше Исланд, кој претрпе голема девалвација на неговата валута). Причина за непојавувањето на валутна криза беше фактот што повеќето афектирани земји (членки на еврозоната, како што се: Грција, Португалија, Ирска и Шпанија) не беа во можност да го користат девизниот курс како инструмент на монетарната политика поради припадноста во валутната унија – евро. Тие не можеа да ја депресираат валутата со цел да ги ублажат ефектите од негативните шокови, и притоа да ја вратат рамнотежата во тековната сметка. Од друга страна, пак, токму од овие причини овие земји се соочија со должничка криза паралелно со банкарската криза. Друга причина за тоа зошто како резултат на банкарските колапси не следеше серија од валутни кризи во развиените земји е примената на доларизација на обврските во дел од тие земји. Во таков случај девалвација на валутата би имплицирала значаен пораст на стапката на задолженост во однос на БДП поради тоа што долгот на земјата би бил деноминиран во американски долари (или во друга странска валута), а неговите средства би биле деноминирани во локалната валута. Особено подложни на доларизација биле хипотекарните хартии

од вредност. Но, во централноевропските и во источноевропските земји дошло до паралелна појава на банкарска и валутна криза. Причините што централноевропските и источноевропските земји биле погодени со банкарска криза на почетокот на глобалната финансиска криза се:

- значајното присуство на странски банки во централноевропските и источноевропските земји (во Естонија, Литванија, Унгарија и Словачка учеството на банките со странски капитал надминувал 90 %),
- учеството на кредити од подружници на меѓународни банки во вкупните кредити од странски банки во поголемите земји, како што се Полска и Чешка, надминувало 70 %.

Поради овие причини, со банкарските колапси во центарот на светските финансиски пазари банкарската криза, преку меѓународните банки, лесно се прелеала во централноевропските и во источноевропските земји. Ригорозните интервенции во банкарските системи на западноевропските земји во зимата 2008 – 2009 година предизвикале стабилизирачки ефекти на банкарските системи и во централноевропските и во источноевропските земји. Но, како резултат на новонастаната ситуација, валутите на Полска и на Чешка длабоко депресирале, а валутната криза во овие земји траела и подолго.

3.3.6. Развивање на глобална должничка криза

Тоа што започна како пукање на станбениот меур и масовно губење домови, како резултат на неисплата на хипотекарен кредит, прерасна во глобална финансиска и економска криза. Дел од најголемите банки, инвестициски банки и осигурителни компании во светот или претрпеа банкрот или беа соочени со потреба од финансиска помош за спас од банкрот. Во октомври 2008 година дојде до замрзнување на кредитните текови, дојде и до опаѓање на довербата на позајмувачите на капитал, а економиите на земјите од светот една по една паѓаа во рецесија. Кризата ги разоткри фундаменталните слабости на финансиските системи

низ светот, така што и покрај координираната стимулативна монетарна политика која ја водеа владите, милијардите долари вложени како интервенции од страна на централните банки и владите и огромните пакети на фискални стимулации, кризата беше далеку од завршена.

Финансиската криза која започна во индустриските земји брзо се рашири во останатите развиени земји, во земјите во развој, како и во сиромашните земји. Инвеститорите повлекуваа капитал од земјите (дури и капиталот со ниско ниво на преземен ризик), што предизвика вредноста на акциите и на домашните валути драстично да опадне. Падот на извозот и падот на цените на средствата ги зголемија проблемите и ги притиснаа економиите во светот или во рецесија или во период на слаб економски раст. Глобалната криза почна да се одвива на две нивоа. Првото ниво е помеѓу индустриските земји во светот каде што се случија најголемиот дел загуби од суппримарен хипотекарен долг, инвестиции со преголемо ниво на левериџ и КДС со неадекватно капитално покривање. Второто ниво на кризата е помеѓу останатите развиени земји и земјите во развој кои настрадаа од кризата како „невини случајни минувачи“, но кои имаат послабо прилагодливи економски системи, кои лесно можат да бидат погодени од акциите на глобалните пазари.

По запаѓањето на Америка во финансиска криза, европските банки, кои масовно инвестираа во американскиот хипотекарен пазар, претрпеа големи загуби. Во обид да го спречат пропаѓањето на одредени банки, владите на многу земји од Европската Унија се обидоа да пристапат со помош. Таков беше случајот со: Германија, Франција, Велика Британија, Ирска, Данска, Холандија и Белгија. Но, трошоците за финансиска помош на овие банки беа многу високи. Во Ирска речиси ја доведоа владата до банкрот, пред останатите земји членки на ЕУ да пристапат со финансиска помош.

Со запаѓањето на Европа во рецесија, проблемот кој започна кај банките продолжи да се шири, погодувајќи ги сè повеќе и владите на европските земји. Постоеше страв дека некои земји нема да можат да си дозволат да ги спасуваат банките кои беа погодени од кризата. Инвеститорите започнале подлабоко да ги анализираат финансиите на владите. Повеќето индустриски земји (освен Исланд) биле во можност да си ги финансираат сопствените пакети за излез од кризата преку

домашно позајмување или преку позајмување на меѓународните пазари на капитал. Но, многу развиени земји и земји во развој немале доволни извори на капитал, па морале да побараат помош од ММФ, од Светска банка или од земјите со капитални вишоци, како што се Јапонија и земјите од Европската Унија.

Вкупните износи кои владите ги исплатиле како финансиска помош за излез од кризата достигнале неизмерни размери. За да се покријат кредитните загуби од 2,8 трилиони американски долари на светско ниво, според Блумберг (Bloomberg), во октомври 2009 година само американските даночни обврзници потрошиле 9,7 трилиони долари на финансиска помош и планови за излез од кризата. 14,5 трилиони американски долари или 33 % од вредноста на светските компании се изгубиле (пропаднале) како резултат на кризата. Европските земји, вклучително и Велика Британија, потрошиле околу 2 трилиони долари за финансиска помош (Pittman и Ivry, 2009).

На графиконот 3.2. се прикажани загубите и финансиската помош за САД и за европските земји во минатото и за време на глобалната финансиска криза. Може да се согледа колку била помала помошта од 1970 година, која им била ветена на сиромашните земји, во однос на помошта која САД ја добиле за излез од кризата. Износот на хипотекарни кредити во САД за време на кризата достигнал вредности речиси колку целиот нивен БДП, а вредноста на фирмите, кои пропаднале како резултат на кризата, била и уште повисока од американскиот БДП.

Исто така, и Грција, чија економија беше во многу лоша состојба, беше особено тешко погодена од кризата, така што владиниот долг достигна вредности дуplo поголеми од големината на нивната економија.

Одеднаш, преку проблемот на пропаѓањето на европските банки се покажа дека стабилноста на финансиите на владите на земјите се побитни од кога било.

Владите, кои секоја година растеа со помош на големи позајмици со цел да ги финансираат нивните буџети, и кои притоа акумулираа огромни долгови, беа соочени со недостиг на финансиски средства, бидејќи во услови на криза пазарите одбивале да им даваат дополнителни финансиски средства.

Графикон 3.2.: Загуби и финансиска помош за САД и за европските земји за време на глобалната финансиска криза 2008 година



Извори: BBC, Bloomberg, UPI, www.globalissues.org, февруари 2009 година

Од развиените земји, посебно оние од Централна и од Источна Европа беа најпогодени од финансиската криза. Можноста да позајмуваат средства од глобалните пазари на капитал им овозможија на многу земји неверојатно високи стапки на економски раст. На пример, балтичките земји – Латвија, Естонија и Литванија во 2007 и 2008 година се соочија со годишна стапка на економски раст од речиси 10 %. Поради тоа што економската експанзија беше идентификувана како континуирана можност за пристап до кредит од странство, кога кредитните линии се пресушија тие беа високо изложени на ефектите од финансиската криза.

Унгарија, Украина, Бугарија, Казахстан, Киргистан, Латвија, Естонија и Литванија беа рангирани помеѓу највисоко развиените пазари од нивните региони, според голем број економски индикатори, како што се: вкупниот долг во економијата, големината на дефицитот во тековната сметка, зависноста од странски инвестиции и нивото на задолженост на домашниот банкарски сектор. Просечниот дефицит во тековната сметка низ регионот порасна од 2 % од БДП во 2000 година до 9 % во 2008 година. Во некои земји тековниот дефицит е уште повисок. Дефицитот на тековната сметка на Латвија во 2008 година е проценет на 22,9 % од БДП, а на Бугарија е 21,4 % (Scott, 2008).

Просечниот дефицит во регионот во 2008 година беше поголем од 6 %. Поради влијанието на глобалната финансиска криза, неколку централноевропски и источноевропски земји беа соочени со неминовна потреба од итно позајмување средства од ММФ со цел да ги финансираат нивните платни биланси. На 24 октомври 2008 година ММФ објави иницијална спогодба од 2,1 милијарди долари двегодишен кредит за Исланд. На 26 октомври 2008 година ММФ објави 16,5 милијарди долари спогодба со Украина. На 28 октомври 2008 година ММФ објави 15,7 милијарди долари пакет финансиска помош за Унгарија. На 3 ноември 2008 година ММФ објави спогодба за кредит со Киргистан, а на 24 ноември 2008 година ММФ одобри 7,6 милијарди долари акредитив до Пакистан, сè со цел да ја поддржи економската стабилизација на земјата (IMF, 2008).

Овие јавни долгови на земјите кон странство доведоа до должнички кризи во многу земји, особено во Европа. Глобалната финансиска криза го доведе јавниот долг на земјите од еврозоната до такви високи нивоа што многу економисти се плашеа од колапс на еврото. Најпогодени беа фискално најслабите земји од ЕУ, и тоа: Грција, Португалија, Шпанија, Ирска и Италија. Драматично се зголеми разликата во стапките на принос на обврзниците помеѓу овие земји и останатите земји членки на Европската Унија, особено во однос на Германија.

4. Глобалната должничка криза (2011–)

4.1. Меѓународна димензија на глобалната должничка криза

Она што започна како банкарска финансиска криза се претвори во глобална должничка криза. Со запаѓањето на земјите од светот во должнички кризи, како резултат на претходната глобална финансиска криза, се разви една глобална должничка криза, чии последици сè уште се чувствуваат во погодените земји.

Во мај 2010 година фокусот на јавноста се помести од приватниот на јавниот сектор. Од моментот кога ММФ и Европската Унија изјавија дека ќе обезбедат финансиска помош за Грција, главен проблем не беше повеќе солвентноста на банките, туку солвентноста на владите. Буџетскиот дефицит сè повеќе растеше за време на рецесијата, пред сè поради ниските даночни примања и големата недискрециона социјална помош која се нудеше, но најмногу поради најавените пакети за фискална стимулација од 2008 и 2009 година. Грција беше соочена со посебни проблеми, пропратени од очајната состојба на нејзините јавни финансии и имаше тешкотии во собирањето даноци. Сите земји почнаа да реагираат во врска со големината на своите буџетски дефицити. Тоа влијаеше на политичките одлуки на сите земји, кои беа насочени кон преземање акции за намалување на буџетскиот дефицит, а пред сè Велика Британија, земјите од еврозоната и САД – земјата која најдолго водеше експанзивна фискална политика. Трансформацијата на приватната должничка криза во глобална должничка криза беше финализирана во моментот кога кредит рејтинг-агенцијата „Стандард и Пурс“ (Standard & Poor's) чекаше да затвори тргувањето на Волстрит за да објави дека американскиот долг повеќе нема да ја поседува највисоката оценка – AAA. Ова не можеше да се случи во полош момент, на почетокот на август 2011 година, токму кога на берзите беше забележана најголемата продажба по 2008 година (Goldfarb, 2011). Светот се соочи со забавување на глобалната економска активност и со системска криза во еден од неговите сегменти – Европа. Поради членството во Европската Унија, сите европски земји

беа обединети во изнаоѓањето решенија за намалување на задолженостите, но состојбата само се влошуваше. Светот се соочи со една нерамнотежа помеѓу земјите кои беа големи кредитори, како што се Кина и Германија, и земјите кои беа големи должници, како што се САД. Во вакви услови тешко беше да се биде оптимист во врска со понатамошното одвивање на настаните. На пазарите се чувствувааше напнатост, бидејќи мала беше веројатноста приносот од американските обврзници да порасне поради новодобиената пониска оценка од страна на „Стандард и Пурс“ (Standard and Poor's). Јапонија уште поодамна го изгуби нејзиниот рејтинг AAA (Watson и Kajimoto, 2011) и нејзиниот национален долг надмина 200 % од нејзиниот БДП, но приносите од јапонските обврзници сè уште останаа ниски. Причината е многу едноставна – Јапонија има слаби планови за економски раст. Истото ќе ѝ се случи и на Америка. Иако е најголемата економија во светот, стапките на принос на нејзините обврзници ќе останат ниски. Но, со стапка на економски раст од речиси 10 % Кина беше сè поблиску да им го преземе првото место на САД како најголема економија во светот, а комунистите од исток се чувствуваа силни да им дадат совет на капиталистите од запад како правилно се води една економија. Со слична ситуација како на САД се соочија и западноевропските земји. На ова ќе следува долг период на слаб економски раст и висока невработеност, бидејќи населението и банките ги отплаќаат прекумерните нивоа на акумулиран долг по кризата. Кризата од 2011 година е уште посложена од глобалната финансиска криза, бидејќи е пропратена со дефицити и меѓусебни задолжувања помеѓу земјите кои се високо политизирани. Во следната глава сликовито е прикажана должничката изложеност на земјите од светот.

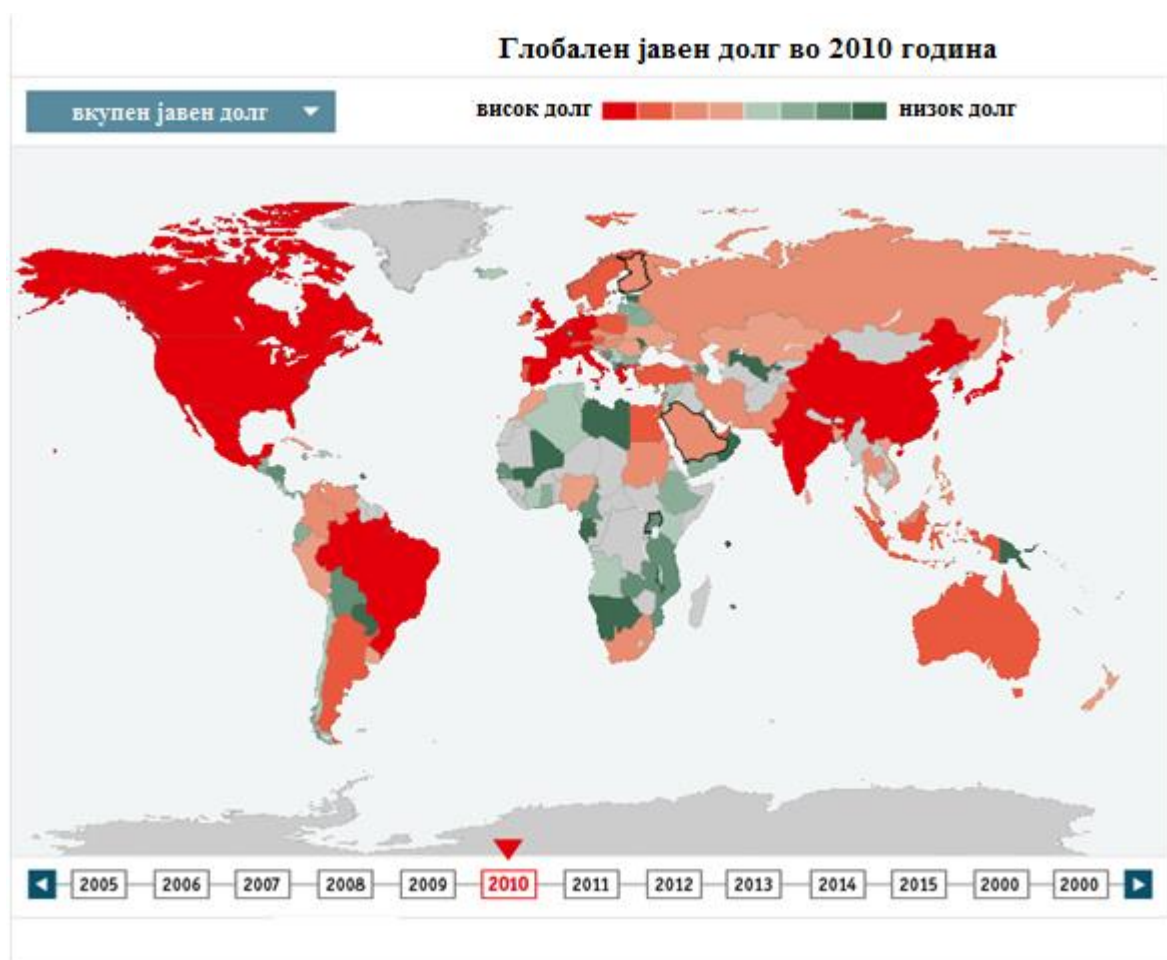
4.2. Мерење на должничката изложеност на земјите

Со појавата на глобалната должничка криза многу е битно да се разбере должничката изложеност на секоја земја. Должничка изложеност значи изложеност на земјата кон долг од некоја друга земја, односно тоа е состојба кога на земјата ѝ

должат други земји и тој долг е ризичен да се врати. Земјата која има висока должничка изложеност е земја кредитор, а не должник. Но, можеби наједноставно е да ги разгледаме нивоата на задолженост на земјите кон другите земји.

На сликата подолу е прикажан статус на задолженоста на земјите на крај на 2010 година кога вкупната задолженост на земјите на светско ниво изнесува 40 трилиони долари. Земјите кои имаат највисоко ниво на јавен долг се обоени со интензивна црвена боја, со посветло црвена боја се тие кои имаат пониско ниво на долг од првите, потоа се земјите обоени со светлозелени нијанси и најниско ниво на долг имаат земјите обоени со интензивна зелена боја.

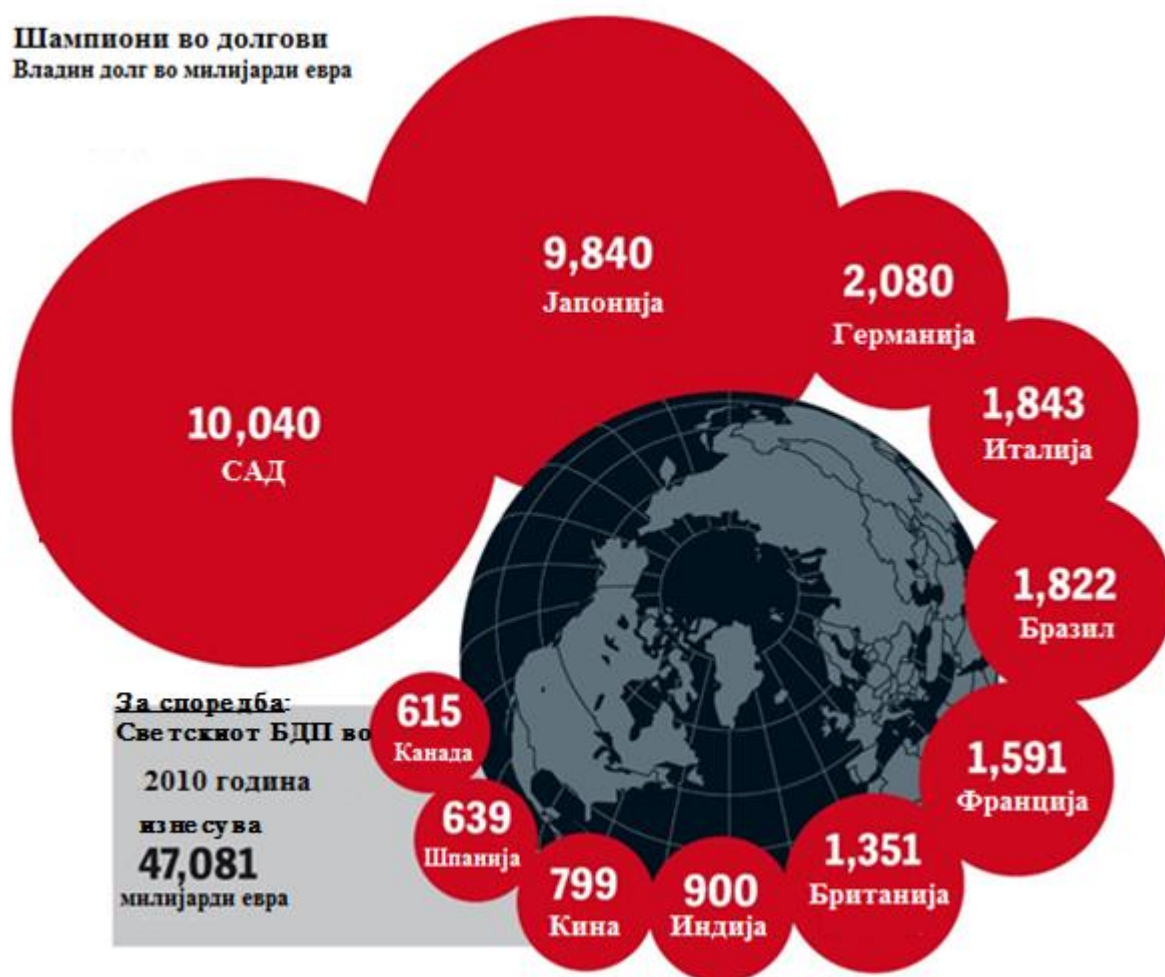
Слика 4.1.: Статус на задолженоста на земјите од светот на крајот на 2010 година



Извор: Economist Intelligence Unit, (2011), "The global debt clock", available at: http://www.economist.com/content/global_debt_clock

Највисоко ниво на задолженост имаат земјите обоени со интензивно црвена боја, а тоа се: САД, Јапонија, Германија, Италија, Канада, Бразил, Франција, Велика Британија, Индија, Кина, Шпанија и Канада. Ова јасно се гледа на следната илустрација каде што се прикажани земјите со најголем владин долг изразен во милијарди евра.

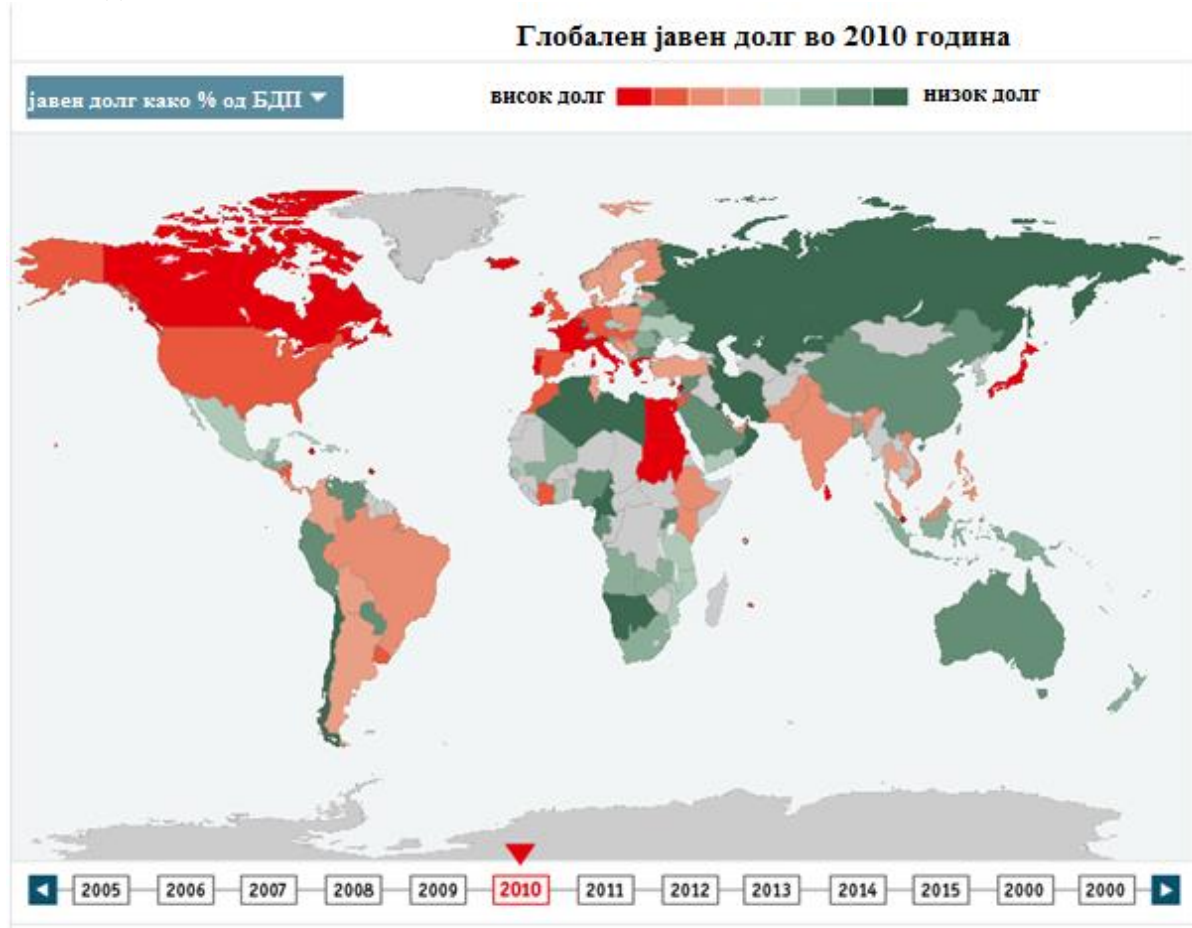
Слика 4.2.: Земјите со најголем владин долг во 2010 година изразен во милијарди евра



Извори: EU Commission, IMF, Der Spiegel (2011), "The Most Important Facts about the Global Debt Crisis", available at: <http://www.spiegel.de/fotostrecke/graphics-gallery-the-most-important-facts-about-the-global-debt-crisis-fotostrecke-71636.html>

За споредба на нивоата на задолженост помеѓу земјите најдобро е да се прикаже долгот на секоја земја како процент од БДП. На сликата подолу со црвена боја се означени земјите кои имаат највисоко ниво на долг во однос на БДП, со посветло црвено се земјите со пониско ниво на долг во однос на БДП, потоа се земјите обоени со светлозелена боја, а најниско ниво на долг во однос на БДП имаат земјите кои се обоени со темнозелена боја.

Слика 4.3.: Јавниот долг на земјите, како процент од нивниот БДП, на крајот на 2010 година

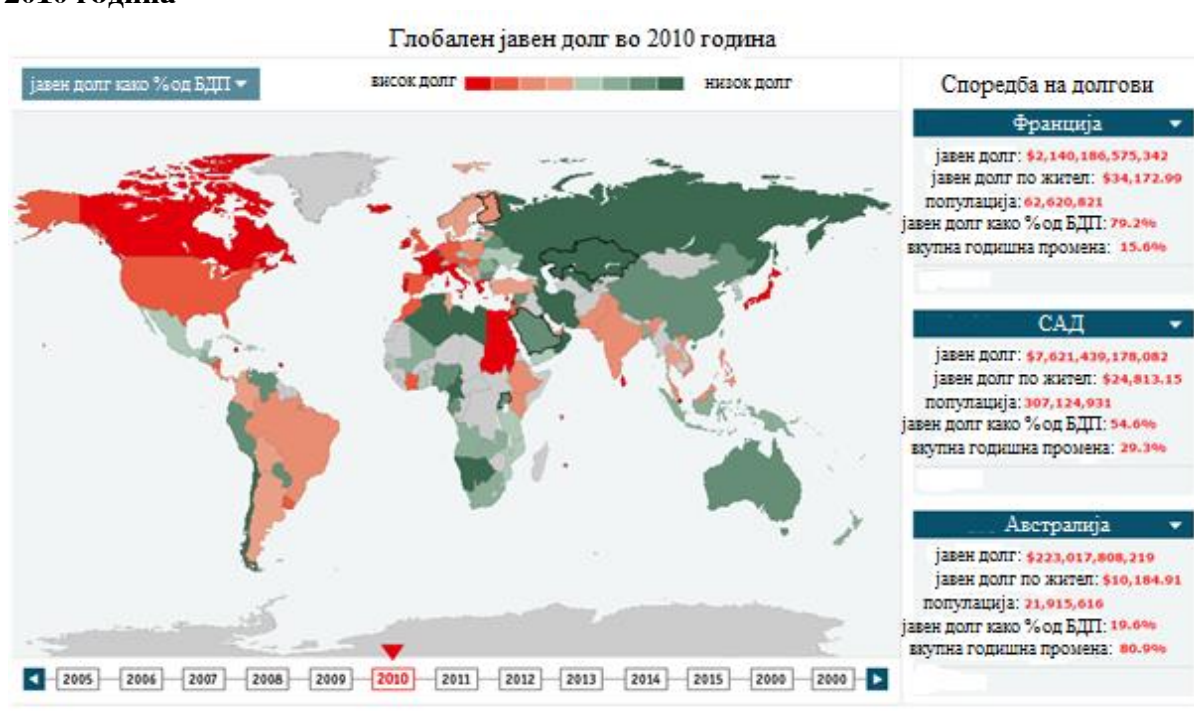


Извор: Economist Intelligence Unit, (2011), “The global debt clock”, available at: http://www.economist.com/content/global_debt_clock

Можеме да забележиме дека највисоко ниво на долг во однос на БДП имаат Јапонија (194,4 %), земјите од еврозоната (Грција 130,1 %; Исланд 120,3 %; Италија

116 %; Португалија 83,5 %; Франција 79,2 %; Германија 75 %), Канада (83,5 %), Египет (83,4 %) и Судан (105,8 %). Потоа следуваат: Велика Британија (70,2 %) и САД (54,6 %). Најниско ниво на долг во однос на БДП имаат Русија (8,4 %), Казахстан (13,6 %), Узбекистан (9,6 %), Иран (14,6%), Оман (5,3 %), Либија (3,9 %), Алжир (8,2 %), Камерун (15,1 %), Боцвана (17,4 %), Намибија (14,8 %) и Чиле (6 %). Ако направиме споредба на три земји со различно ниво на задолженост, можеме да заклучиме дека Франција, како и повеќето европски земји (обоени со црвена боја), има многу повисок долг во однос на БДП, споредбено со САД (обоени со посветло црвена боја), кои пак имаат многу повисок долг во однос на БДП, споредбено со Австралија (обоена со зелена боја). Долгот на сите овие три земји од страна на „Стандард и Пурс“ (Standard and Poor’s) беше оценет со највисока оценка AAA во моментот на вршење на оваа споредба, пред долгот на САД да добие за едно ниво помала оценка AA+.

Слика 4.4.: Споредба на јавниот долг на Франција, САД и Австралија на крајот на 2010 година



Извор: Economist Intelligence Unit, (2011), “The global debt clock”, available at: http://www.economist.com/content/global_debt_clock

Доколку како мерило за способноста на земјата да собере средства за да го финансира својот долг го земеме БДП, нема логика долгот на САД да биде деградиран во неговата оценка од страна на кредит рејтинг-агенција, додека Франција да си го задржи рејтингот AAA. Гледајќи ја погоре прикажаната слика, многу е јасно дека AAA рејтингот на Франција е пропратен со ризик. Доколку долгот на САД е вреднуван како AA+, по некоја логика би требало долгот на Франција да биде вреднуван со уште пониска оценка. Но, со оглед на тоа што француските банки биле најголемите поседници на нискоквалитетен долг од Грција и од останатите ПИИГС-земји (Португалија, Ирска, Италија, Грција, Шпанија), тие се сметале за премногу поврзани за да пропаднат, па затоа се избегнувало давање пониска оценка на долгот на Франција.

Исто така, јасно е дека САД не можат да пропаднат како резултат на својот долг, бидејќи можат да пуштат колку сакаат долари во оптек за да го отплатат својот долг. Јасно е дека со пуштање на 1,5 трилиони долари во оптек, со цел да се покрие буџетскиот дефицит, би се предизвикале други проблеми, како, на пример, хиперинфлација, но, сепак, ваква опција постои за САД. За разлика од САД, кои во секој момент можат да извршат емисија на долари, ниту Франција, ниту Грција, ниту ниедна друга земја од еврозоната не може да пушти во оптек евра со цел да си го отплати долгот. Според тоа, ризикот од банкрот е повисок во европските земји во однос на САД.

Дефинитивно, поголем фокус треба да се посочи кон задолженоста во еврозоната, отколку задолженоста во остатокот од светот.

Ситуацијата не е многу поразлична и во 2011 година кога вкупната задолженост на светско ниво расте од 40 трилиони долари на крајот на 2010 година, па сè до 44,6 трилиони долари во 2011 година.

Порастот на вкупната задолженост на светско ниво е битна поради две причини. Прво, кога долгот расте со побрзо темпо отколку економскиот производ (што и реално се случува), повисоката задолженост на земјата значи поголемо мешање на државата и повисоки даноци во иднина. Второ, долгот мора да се префрла во редовни интервали. Доколку владата не успее во тоа, неминовно е земјата (заедно со

нејзините соседи) само да се продлабочи во кризата. Тоа се случи со европските земји каде што кризата зазема најголеми размери, а должничката криза во европските земји остана во фокусот на јавноста.

Глобалниот финансиски систем е високо поврзан. Проблемите од еден дел од светот можат да се пренесат речиси во целиот свет, притоа предизвикувајќи серија на банкроти, намалување на кредитот и колапс на економската активност. Ако светските инвеститори сметаа дека инвестирањето во земјите од еврозоната е речиси безризично, со продлабочувањето на должничката криза во еврозоната сите беа во паника.

4.3. Европската должничка криза

Сè започна со воведувањето на еврото како валута во повеќето земји од Европската Унија во 1999 година. Европската Унија им дозволи на посиромашните земји членки, како што се: Португалија, Италија, Ирска, Шпанија и Грција, да позајмуваат пари по истата ниска каматна стапка како и богатата и финансиски претпазлива Германија, и покрај тоа што нивните стапки на инфлација беа повисоки. Така тие добија силен поттик да позајмуваат и да се задолжуваат.

Со прелевањето на глобалната финансиска криза во европските земји дојде до намалување на БДП во еврозоната, така што во 2009 година достигна ниво пониско од тоа во 2006 година, а во 2010 година, и покрај забележаниот раст, нивото на БДП беше под нивото од 2007 година.

Како што Европа почна да навлегува во рецесија, во фокусот на јавноста беше стабилноста на владините финансии, бидејќи голем број влади од еврозоната веќе неколку години наназад масовно користеа позајмици за да ги финансираат нивните буџети, притоа акумулирајќи големи долгови. Една од причините зошто некои влади станаа зависни од долгови беше фактот што економиите на овие земји веќе подолго време ја губеа нивната конкурентност, бидејќи не успеваа да го следат темпото на воведување економски реформи во останатите земји. Во некои земји владите дозволија да се развијат станбени меури и други економски нерамнотежи. Некои

влади, пак, ги игнорираа правилата поставени од страна на еврозоната, кои беше неопходно да се следат за да опстане еврото. Овие земји, освен што се согласиле дека ќе го користат еврото како валута со единствена монетарна политика, дополнително не вложиле ништо во правец на прилагодување на нивната економска политика на правилата на еврозоната.

Финансиската нестабилност во еврозоната почна да влијае на забавување на економскиот раст, што доведе до намалување на даночните приходи на земјите, а ги зголеми владините долгови. Високите долгови ги зголемија трошоците за позајмување на владите, притоа уште повеќе потхранувајќи ја финансиската нестабилност.

Како последица на намалениот БДП дојде до раст на невработеноста од 7,6 % во 2007 година на 10,1 % во 2010 година (The Council of the EU, 2011).

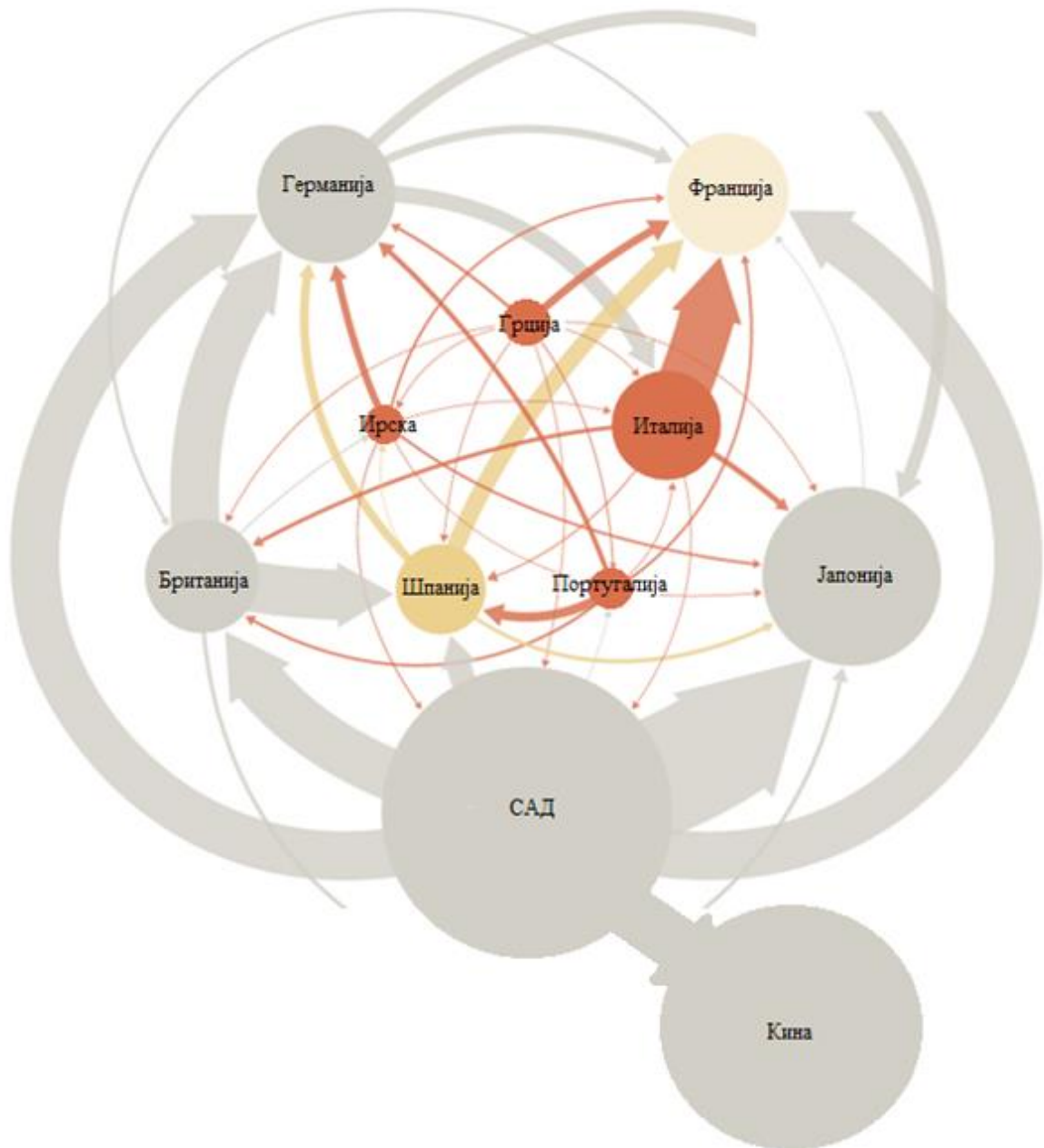
Во август 2011 година стапката на невработеност (со сезонско прилагодување) изнесуваше 10 % во еврозоната, а 9,5 % во Европската Унија. Помеѓу земјите од еврозоната најниска стапка на невработеност е забележана во Австрија (3,7 %) и во Холандија (4,4 %), а највисока во Шпанија (21,2 %) (Allen, 2011).

Во периодот од 2007 до 2009 година, просечниот фискален дефицит во еврозоната порасна од 0,7 % на 6,3 % од БДП, а просечниот фискален дефицит во Европската Унија порасна од 0,9 % на 6,8 % од БДП. Според извештајот на Европската комисија (European Commission, Economic and Financial Affairs, 2011), за ваквиот пораст на дефицитот најмногу се заслужни автоматските стабилизатори, а покрај нив и привремените мерки за справување со финансиската криза. Во текот на 2009 и 2010 година за речиси сите земји од Европската Унија се дефинирани мерки за корекција на фискалниот дефицит. Политиките кои се спроведувале за време на кризата придонеле за пораст на јавниот долг на земјите, кој континуирано растел.

На сликата подолу се прикажани најзадолжените земји во Европа, заедно со светските велесили: САД, Кина и Јапонија, со статуси од октомври 2011 година. Големината на круговите на секоја земја укажува на големината на нивната економија. Бојата на круговите укажува на ризичноста на долгот и економијата на земјите каде што црвените кругови укажуваат на висока ризичност, кремастите

кругови укажуваат на малку пониска ризичност, розовите укажуваат на уште пониска ризичност и сивите се најмалку ризични земји.

Слика 4.5.: Должничката изложеност помеѓу светските економии за време на глобалната должничка криза (статус: октомври 2011 година)



Извор: Marsh, B. (2011), "It's All Connected: An Overview of the Euro Crisis", *New York Times*, 22 October, available at: <http://www.nytimes.com/interactive/2011/10/23/sunday-review/an-overview-of-the-euro-crisis.html?mcubz=0>

Линиите со кои се поврзани различните земји ја покажуваат нивната нето-должничка изложеност кон останатите земји каде што стрелката се движи од земјата должник кон земјата кредитор.

Можеме да забележиме дека САД се најголема светска економска велесила, мерена според нивниот БДП (14,5 трилиони долари), а потоа следуваат Кина (5,9 трилиони долари) и Јапонија (5,5 трилиони долари). Во Европа, пак, доминантна економија, според големината на БДП, е Германија (3,3 трилиони долари), а потоа, според големината, следуваат Франција (2,6 трилиони долари), Велика Британија (2,3 трилиони долари) и Италија (2,1 трилиони долари). Шпанија е земја со помал БДП (1,4 трилиони долари), а најмали од посочените се економиите на Грција (0,3 трилиони долари), Ирска (0,2 трилиони долари) и Португалија (0,2 трилиони долари).

Според нивото на задолженост во однос на БДП, најзадолжена земја е Јапонија (233 %). Иако нејзиниот јавен долг е повеќе од два пати поголем од нејзиниот БДП, најголемиот дел од долгот е интерен, а не е кон надворешни кредитори. Од таа причина, Јапонија не се смета за земја која е подложна на ризик од банкрот. Јапонија има високо ниво на должничка изложеност кон повеќе земји, а највисоко ниво на должничка изложеност има кон САД (американските позајмувачи им должат на јапонските банки 796 милијарди долари), кон Германија (германските позајмувачи им должат на јапонските банки 88,5 милијарди долари), кон Италија (италијанските позајмувачи им должат на јапонските банки 38,8 милијарди долари), кон Велика Британија (британските позајмувачи им должат на јапонските банки 28,2 милијарди долари), кон Шпанија (шпанските позајмувачи им должат на јапонските банки 25,9 милијарди долари), кон Ирска (ирските позајмувачи им должат на јапонските банки 18,9 милијарди долари), кон Португалија (португалските позајмувачи им должат на јапонските банки 2,18 милијарди долари) и кон Грција (грчките позајмувачи им должат на јапонските банки 1,37 милијарди долари). Јапонија единствено е нето-должник кон француските банки, во износ од 8 милијарди долари. САД имаат ниво на задолженост во однос на БДП од 100 %. Долгот на САД, во однос на другите земји, е највисок кон јапонските банки (796 милијарди долари), потоа кон британските банки (345 милијарди долари), кон германските банки (324 милијарди

долари), кон француските банки (322 милијарди долари), кон шпанските банки (163 милијарди долари), кон португалските банки (1 милијарда долари). САД имаат најголема должничка изложеност кон долгот на Ирска во износ од 11,1 милијарди долари, кон Италија во износ од 3,16 милијарди долари и индиректно кон Грција во износ од 3,1 милијарди долари. И покрај тоа што и САД се соочени со проблем на задолженост, што доведе до историски пад на нивниот кредитен рејтинг, состојбата не е толку лоша колку што е во Европа. САД се сметаат за безбеден рај, па во случај на проблеми во еврозоната, секако дека ќе има прилив на капитал.

Од најголемите европски земји задолженоста на Велика Британија изнесува 81 % во однос на БДП, Германија 83 % во однос на БДП, Франција 87 % во однос на БДП, а Италија дури 121 % во однос на БДП. Шпанија има ниво на долг од 56 % во однос на БДП, а покрај Италија, како највисоко ризични земји се сметаат и: Португалија со 106 % во однос на БДП, Ирска со 109 % во однос на БДП и Грција, како епицентар на должничката криза во Европа, со 166 % долг во однос на БДП.

Велика Британија, пак, најмногу им должи на шпанските банки (326 милијарди долари), на германските банки (321 милијарди долари), јапонските банки (28 милијарди долари) и на ирските банки (12 милијарди долари). Велика Британија има најголема должничка изложеност кон долгот на САД (345 милијарди долари), потоа кон Италија (26 милијарди долари), Франција (22,4 милијарди долари), Португалија (19,4 милијарди долари) и Грција (0,55 милијарди долари).

Германија најмногу им должи на италијанските банки (111 милијарди долари), јапонските банки (88 милијарди долари) и француските банки (54 милијарди долари). Германија е должнички изложена кон САД, Велика Британија, Ирска, Шпанија, Португалија и Грција.

Франција им должи само на британските банки, и тоа 22 милијарди долари, па затоа се смета за помалку ризична земја. Но затоа, пак, таа има должничка изложеност кон САД, Италија, Германија, Шпанија, Грција, Ирска, Португалија и Јапонија.

Италија најмногу им должи на француските банки (366 милијарди долари), јапонските банки (39 милијарди долари), британските банки (26 милијарди долари), шпанските банки (10 милијарди долари), американските банки (3 милијарди долари). Италија е најмногу должнички изложена кон Грција, Ирска и Португалија.

Шпанија најмногу им должи на француските банки (118 милијарди долари), германските банки (58 милијарди долари), јапонските банки (26 милијарди долари) и ирските банки (6 милијарди долари). Шпанија е должнички изложена кон САД, Велика Британија, Португалија, Италија и Грција.

Португалија им должи на ппанските банки (63 милијарди долари), германските банки (33 милијарди долари), британските банки (19 милијарди долари), француските банки (18 милијарди долари), јапонските банки (2 милијарди долари), италијанските банки (1 милијарда долари). Португалија е должнички изложена кон САД, Ирска и Грција.

Грција им должи на француските банки (54 милијарди долари), германските банки (19 милијарди долари), португалските банки (10 милијарди долари), италијанските банки (3 милијарди долари), американските банки (3 милијарди долари), јапонските банки (1 милијарда долари), шпанските банки (1 милијарда долари), британските банки (1 милијарда долари), ирските банки (0,3 милијарди долари). Грција не е должнички изложена кон ниедна земја.

Ирска им должи на германските банки (49 милијарди долари), на јапонските банки (19 милијарди долари), француските банки (17 милијарди долари), американските банки (11 милијарди долари), португалските банки (4 милијарди долари), италијанските банки (3 милијарди долари). Ирска е должнички изложена кон Велика Британија, Шпанија и Грција.

Она што ја прави должничката криза во еврозоната толку специфична е фактот што долгот на една индивидуална земја е неразделно поврзан со останатите земји во рамки на еврозоната. Доколку една земја не успее да си го исплати својот долг, тоа ќе се одрази на целиот банкарски систем на еврозоната, како и на целокупната економија.

Банките и владите на Грција, Ирска, Италија, Шпанија и Франција меѓусебно си должеа милијарди евра (обично во споредбите изразени во американски долари поради тоа што кризата беше иницирана во САД), а секоја од овие земји имаше уште поголеми долгови кон Велика Британија, Франција и Германија.

Билансите на банкарските сектори на поголемите економии, како што се Германија и Франција, се наоѓаат под голем ризик, како резултат на нивната изложеност кон

периферните економии. Според тоа, во нивен интерес е да се обидат да го спречат банкротот на Грција, како и на останатите задолжени периферни земји, бидејќи тоа би се одразило веднаш на нивните банки. Од таа причина европските влади и ММФ одлучија да интервенираат со цел да ги поддржат погодените влади од периферните европски земји и притоа да го заштитат европскиот финансиски систем.

4.4. Развиените европски земји како јадро на должничката криза

Должничката криза во еврозоната се појави главно како резултат на рецесијата предизвикана од глобалната финансиска криза, паричните трансфери за помош на банките и како резултат на слабото управување со јавните финансии во последните години, што беше неконзистентно со поставените принципи во Пактот за стабилност и економски раст и Мастришкиот договор. До крајот на 2010 година должничката криза се продлабочи и стана уште покомплицирана идејата за буџетска консолидација.

Должничката криза од еврозоната во нејзината основа не е фискална криза, иако произлегува од фискални дефицити и огромни долгови на државите. Пред избувнувањето на глобалната финансиска криза задолженоста на европските земји зафатени од кризата беше прилично ниска, со исклучок на Грција и на Италија. Одредбите за ликвидност и национализацијата на приватните банки во периодот 2007 – 2009 година доведоа до пораст на задолженоста на овие земји. Секако дека кризата не беше предизвикана единствено од порастот на фискалните дефицити и од порастот на јавниот долг на земјите. Постојат и други макроекономски и структурни фактори кои доведоа до појава на должничката криза во еврозоната. Прво, станува збор за комбинација од единствена монетарна политика и повеќе национални фискални политики. Европската економска и монетарна унија е монетарна унија, но не и фискална. Оваа структура која дозволуваше слободно и индивидуално водење на фискалните политики на секоја земја во рамки на една монетарна унија со заедничка монетарна политика, доведе до разлики во стапките на инфлација во земјите членки на еврозоната. Разликите во стапките на инфлација доведоа до

опаѓање на трговската конкурентност на високо инфлациските земји, како што се Грција и Шпанија. Земјите немаа опција да извршат депресијација на девизниот курс за да ја подобрат конкурентноста на економијата поради користењето на заедничка валута. Трговските дефицити почнаа да растат во јужните европски земји. Иако Мастришките критериуми и Пактот за стабилност и економски раст поставија некои фискални правила кои мораа да се почитуваат, овие правила неколку пати беа прекршувани дури и од страна на најсилните земји од еврозоната, како што се Германија и Франција. Структурните разлики кои сè повеќе се јавуваа помеѓу земјите членки влијаеја на ефективната на заедничката монетарна политика воведена од страна на Европската централна банка, што со текот на времето доведе до појава на макроекономски нерамнотежи во рамки на Европската Унија. Главната структурна разлика помеѓу земјите членки се рефлектираше на агрегатната продуктивност и конкурентноста на цените и платите, што, пак, директно влијаеше на надворешните рамнотежи.

Со преминот во монетарната унија, дојде до пораст на капиталните текови кон периферните земји. Дојде до намалување на каматните стапки, што, пак, наместо да се искористи за пораст на производните капацитети, предизвика намалување на домашното штедење, пораст на приватната и јавната потрошувачка, и во крајна линија, пораст на надворешните дефицити и пораст на приватната задолженост. Како и во периодот пред кризата, фокусот на фискалните правила опфатени со Мастришките критериуми и Пактот за стабилност и економски раст беа кон јавниот сектор, занемарувајќи го однесувањето на приватниот сектор. Тоа доведе до неодржливо високо ниво на кредити и масовно купување домови во земјите како што се Ирска и Шпанија. Ова објаснува како земјите, кои на почеток на глобалната финансиска криза во 2008 година имаа многу низок јавен долг, подоцна најмногу настрадаа од должничката криза.

Владините проблеми и донесувањето одлуки во рамки на Унијата, исто така, беа битни фактори за продлабочување на кризата. Во неколку случаи одговорот на европските влади беше нецелосен, неадекватен и задоцнет, што предизвика намалување на кредибилитетот во смисла на справување со кризата.

Земјите од еврозоната беа соочени со огромна потреба од комплементарна економска унија со добро дефинирани пропишани правила, кои мора да се почитуваат од страна на сите земји членки и да се поддржани од страна на клучните институции. Ова би ја зајакнало реалната економија и би довело до враќање на планираното ниво на економски раст во рамки на Унијата.

Велиме дека развиените европски земји се јадрото на должничката криза во еврозоната. Тука, пред сè, се мисли на Германија и на Франција, кои беа моторна сила во процесот на воведување на европската интеграција и останаа клучни донесувачи на одлуки во рамки на Унијата. Самата структура на Европската Унија, која дозволи да се развие должничка криза од вакви размери, на некој начин беше диктирана токму од овие земји. Правилата на функционирање на Унијата беа поставени од овие земји. И секоја одлука за справување со дефицитите и долговите во еврозоната повторно беше диктирана од нив, особено од Германија. Должничката криза потврди дека старата поговорка „кој плаќа, тој го води орото“ сè уште важи во европската политика.

Германија и Франција отсекогаш беа движечка сила на европскиот развој. Кризата покажа дека Германија, како финансиски најмоќна европска држава, укажува на правецот кон излез од кризата. Правејќи го тоа, Германија е придружена од Франција. Помалите држави забележуваат дека големата Германија со брзо темпо си ги реализира своите планови за излез од кризата, притоа ставајќи ги останатите земји во втор план.

Германија во тоа време беше втора по големина земја извозничка во светот. Околу 40 проценти од БДП на Германија доаѓа од извозот, пред сè кон Европската Унија. Растот на германската економија најмногу се должи на трговските вишоци кои ги остварува тргувајќи со должничките економии. Овој однос го прошири распонот во конкурентната способност на Германија и остатокот од еврозоната, така што додека Германија беше во позиција да може да ја намали цената на трудот преку намалување на јавната потрошувачка, потребата на должничките економии од Јужна Европа да позајмуваат пари за да можат да ја поттикнат потрошувачката не им овозможи да соберат соодветни заштеди. Наспроти сите нивни залагања за рационално работење и грижа, Германија имаше суштински интерес да ја поттикне

потрошувачката и побарувачката за нејзиниот извоз ширум Европа. Доколку Германија не извезува во европските земји, таа брзо ќе потоне во депресија. Од страв да не се случи тоа, Германија ги искористи институциите и процедурите на Европската Унија за да ја одржи побарувачката за нивните производи. Во рамки на Европската Унија, Германија им овозможи пристап до кредити на земјите членки, со камати кои нивните економии не можеа да ги поддржат. Во таа смисла, Германија ја поттикна побарувачката за своите производи со помош на праксата на неодговорно позајмување ширум Европа. Германското индустриско производство во голема мера го надминува домашниот пазар, со што одржливата потрошувачка на пазарите надвор од Германија е клучна за германскиот економски успех. Вистинските мерки за штедење во рамки на Европската Унија би претставувале катастрофа за германската економија, затоа што намалувањето на потрошувачката би се одразила на германскиот извоз. Целокупниот интерес на Германија беше да ја одржи европската побарувачка што е можно подолго, а со тоа да ги одбегне разумните мерки за штедење на останатите европски земји. Но, од друга страна, Германија не сакаше да го толерира нерационално фискално работење на некои земји. Германија има интерес да ја зачува Европската Унија за да може да продолжи да ужива во европската зона на слободна трговија. На Германија ѝ треба огромна побарувачка во Европа, но истовремено таа бара и рационален однос кон позајмувањето. Тука се појавува есенцијалната тензија помеѓу зачувувањето на системот и наметнувањето на дисциплина. Но, растот на Германија не беше детерминиран само од извозот, туку и од зголеменото позајмување во странство. Каналите за трансфер на капитал од јадрото на Европа кон нејзината периферија беа банките, кои беа многу помоќни во Германија во однос на оние од периферните европски земји. Кризата во еврозоната е приказна за прекумерната моќ на банките во јадрото, наспроти прекумерната потрошувачка и непотребните инвестиции во периферните земји.

Како што тврди групата за истражување на парите и финансиите од британскиот универзитет „COAC“ (SOAS) во една од нивните студии, еврото за Германија значи политика на „претвори го соседот во просјак“ – израз кој ја означува економската

политика на една земја која помагајќи си себеси им штети на останатите (послабите) (Lapavitsas et al, 2010).

4.5. Фискално најслабите земји од еврозоната како најпогодени земји од должничката криза

Поради горенаведените причини, логично е да се заклучи дека фискално најслабите земји од еврозоната најмногу настрадаа од должничката криза. Доколку еврозоната би била полноправна фискална унија, таа не би се нашла во ваква ситуација. Како што видовме погоре, нејзиниот вкупен јавен долг и остварен дефицит не се положи во однос на САД. Но, во еврозоната, за разлика од САД, нема фискална унија. Отсуството на фискална унија објаснува зошто некои од земјите членки на еврозоната се соочуваат со државна должничка криза, за разлика од државите во САД.

Дел од земјите членки на еврозоната не беа во можност да си го отплатат и да го рефинансираат нивниот јавен долг ниту беа во можност да излезат од кризата без да добијат помош од некои други земји од еврозоната, од Европската централна банка или од ММФ. Пред сè, станува збор за Грција, Ирска, Италија, Шпанија и Португалија.

Деталните причини за развивање на должничката криза во поодделните земји се од индивидуална природа. Секоја земја има своја приказна и свои околности под кои се нашла во кризна состојба.

Во 1992 година земјите членки на Европската Унија го потпишаа Маастришкиот договор, според кој се обврзуваат да ја ограничат нивната потрошувачка и нивното ниво на долг. На почетокот на новиот милениум некои земји членки не успеале да останат во рамки на поставените граници од Маастришките критериуми, па пристапиле кон секјуритизација на идните владини приходи со цел да ги намалат нивните нивоа на долг и нивните дефицити, заобиколувајќи ги поставените процедури и игнорирајќи ги меѓународните стандарди. Ова им овозможило на владите да ги прикријат нивните нивоа на дефицит и долг преку комбинација на

техники, вклучувајќи неконзистентно сметководство, вонбилансни трансакции и примена на комплексни кредитни деривативи. Од крајот на 2009 година, откако во Грција беше избрана нова влада, која престана да ја прикрива нејзината вистинска задолженост и буџетски дефицит, во Европа се разви страв од влез во должничка криза на земјите членки на еврозоната, а владините долгови на дел од земјите беа оценети од страна на кредит рејтинг-агенциите со пониски оценки. Кризата се рашири кон Ирска и Португалија, а под знак прашалник беа доведени состојбите на Италија, Шпанија и европскиот банкарски систем, додека фундаменталните нерамнотежи во рамки на еврозоната само растеа.

На почетокот на 2010 година се појави загриженост во врска со прекумерниот национален долг, при што позајмувачите бараа сè повисоки каматни стапки од земјите кои имаа најголеми нивоа на долг и најголеми дефицити. Ова придонесе владите на четири од осумнаесет земји членки да се соочат со уште поголема тешкотија во финансирање на буџетските дефицити кои сè повеќе растеа, но и да ги отплатат или да ги рефинансираат постоечките владини долгови, во моменти кога стапките на економски раст беа ниски, а висок процент од долгот беше во рацете на странските кредитори. Ваков, пред сè, беше случајот со Грција и Португалија.

Земјите кои беа погодени од кризата се соочија со висок пораст на распонот на каматните стапки на владините обврзници, како резултат на сомнежот на инвеститорите околу намалувањето на нивниот долг во иднина. Четири земји членки на еврозоната мораа да бидат спасени со помош на финансиски програми за излез од кризата, обезбедени заеднички од страна на ММФ и од Европската комисија, со дополнителна техничка поддршка од страна на Европската централна банка. Овие три меѓународни организации, кои за време на должничката криза се јавија во функција на кредитори, се познати под заедничкото име **Тројка**. Должничката криза во еврозоната во најголем обем се разви во Грција, Ирска, Италија, Шпанија и Португалија. Но, и покрај тоа, должничката криза продолжи да постои како проблем за целата еврозона, водејќи кон шпекулации во врска со нејзино прелевање во други земји од Европската Унија и потенцијален распад на еврозоната. Овие пет земји членки на еврозоната продолжија да бараат помош од останатите земји до крајот на 2012 година.

На средината на 2012 година, поради успешната фискална консолидација и имплементацијата на структурни реформи во земјите кои беа најзафатени од кризата и различните политички мерки преземени од лидерите на Европската Унија и Европската централна банка, финансиската стабилност во еврозоната значително беше подобрена, а каматните стапки почнаа да опаѓаат. Ова придонесе за намалување на ризикот од пренесување на кризата во земјите кои не беа погодени од неа. Од октомври 2012 година само три од земјите од еврозоната (Грција, Португалија и Кипар) сè уште се справуваа со високите долгорочни каматни стапки (над 6 %)(ЕСВ, 2012). До јануари 2013 година успешните аукции низ еврозоната, пред сè во Ирска, Шпанија и Португалија, покажаа дека инвеститорите почнуваат да ја враќаат довербата во овие земји и дека тие веруваат во успешноста на активностите преземени од страна на Европската централна банка за справување со кризата (Barley, 2013). Во ноември 2013 година Европската централна банка ја намали нејзината стапка на 0,25 % за да овозможи опоравување на еврозоната од должничката криза (Peston, 2013). Во мај 2014 година само на две земји од еврозоната (Грција и Кипар) сè уште им беше потребна финансиска помош од останатите земји (Der Standard, 2014).

4.5.1. Анатомија на должничката криза кај најслабите земји од еврозоната

Со појавата на должничката криза милиони семејства од јужноевропските земји живеа во мизерија, пред сè поради тоа што стапките на невработеност во Грција и Шпанија надминаа 25 % (Forelle и Steinhauser, 2012), а во Португалија (исто како и во Ирска) надминаа 15 % (The Guardian, 2012). Платите на наставниците, медицинските сестри и останатите вработени во јавниот сектор беа неколку пати намалени, а фирмите непрекинато влегуваа во банкрот. Стапката на самоубиства во Грција од 2010 година до 2013 година беше дуплирана (Selin, 2013). Оваа економска стагнација влијаеше и на сите земји од еврозоната.

Очигледно е дека Европската монетарна унија била основана повеќе од политички причини отколку од економски причини. Таа претставува една политичка

конструкција формирана како највисоко достигнување на европската интеграција. Институционалниот изглед на Европската монетарна унија е во голема мера технички. Монетарната политика на Европската Унија е водена од страна на Европската централна банка, која е целосно независна од политичка контрола. Фискалната политика во секоја земја членка се водела во границите на пропишаните правила во Пактот за стабилност и економски раст кој ги ограничувал националните дефицити до 3 % од БДП, а националните долгови до 60 % од БДП на една земја (Morris et al, 2006). На Европската централна банка, за разлика од националните централни банки, ѝ било забрането да им помага на националните влади преку финансирање со емисии на хартии од вредност.

Јужноевропските земји, заедно со Ирска, ги прекршија фискалните правила на Европската монетарна унија. Кризата беше иницирана уште во декември 2009 година кога новоизбраната грчка влада објави дека грчкиот дефицит е повеќе од дуго повисок во однос на претходно објавениот. Бидејќи грчкиот национален долг во 2009 година достигна 113 % од БДП (Carvalho, 2014), беше предизвикана криза од недоверба во меѓународните пазари на обврзници, која од Грција брзо се пренесе во Ирска, Шпанија, Португалија и Италија. По бројни преговори, земјите членки на Европската Унија и ММФ понудија долгорочни кредити за излез од кризата до владите на Грција, Ирска и Португалија, додека Европската централна банка пушти средства во нивните банкарски системи за да обезбеди нивна дополнителна ликвидност. Поради меѓусебните изложености кон долгот со помошта кон Грција, Ирска и Португалија, западноевропските земји индиректно им помагаа на нивните сопствени банки. Дојде до пораст на нееднаквостите во плаќањата низ Европа, при што Германија се здоби со огромни суфицити во тековната сметка, додека периферните земји членки се здобија со дефицити. Јужноевропските земји повеќе купуваа од западноевропските земји отколку што продаваа кај нив, а купувањето го финансираа со кредити земени од запад. Може да се заклучи дека јужноевропските земји првата декада по воведување на еврото ја користеле за да уживаат во бенефитите од припадноста во еврозоната, без притоа да преземат мерки за одржување на конкурентноста на нивните економии.

Грција, Италија, Шпанија и Португалија влегоа во Европската монетарна унија со политички економии кои не беа доволно прилагодливи кон стратегијата за раст на Унијата. Тие имаа работнички движења поделени во конкурентни конфедерации и слаби работнички асоцијации. Како резултат на тоа, тие не располагаа со капацитети за да можат заеднички со западноевропските земји да формираат структури на здружени вештини и способности ниту да извршат координација на платите, согласно со економските стратегии на западноевропските земји. Напротив, нивните влади преферираа да се потпрат на раст предводен од побарувачка, при што се зголемуваат владините расходи со цел да се охрабри домашната потрошувачка, а потоа да вршат периодична депресијација на девизниот курс за да ги сузбијат инфлаторните ефекти на оваа стратегија врз конкурентноста на нивните производи. Депресијацијата ја намалува цената на извозот на странските пазари, а ја зголемува цената на увозот, кој им конкурира на домашно произведените производи. За овие земји влезот во монетарната унија донесе колку предности толку и слабости. Преку проширување на образованието и иницирањето на структурни реформи за пазарите на труд и пазарите на производи да се направат пофлексибилни, тие можат да си ја подобрат конкурентноста на своите фирми. Сите јужноевропски влади до одреден степен ги прифатија истите реформи. Во очите на силните производни групи, кои ги бранеа своите интереси, овие реформни процеси се многу долготрајни. Во меѓувреме, немајќи можност да водат стратегии за раст водени од извозот, овие земји продолжија да водат стратегија за раст водена од домашната побарувачка, но во контекст кога тие нема да можат да ги сузбијат нивните инфлаторни ефекти врз конкурентноста на нивните пазари, тие нема да можат повеќе да ги девалвираат нивните национални валути. Како резултат на ова дојде до голем пораст на дефицитите во тековната сметка.

Можеме да заклучиме дека во основата на евро кризата стои институционалната асиметрија вградена во Европската монетарна унија уште од нејзиното основање. Западноевропските земји влегоа во монетарната унија со институционална рамка, која добро одговара со стратегиите за раст водени од извозот, што во тој контекст води кон успешни приноси за нив, додека јужноевропските земји во монетарната унија влегоа со болни институционални рамки, притоа губејќи го капацитетот за

девалвација на кој дотогаш се потпираа. Овие прашања беа избегнати да се одговорот при дизајнирањето на Европската монетарна унија, а и денес сè уште се игнорирани од страна на оние кои сметаат дека излезот од тековната криза на јужноевропските економии треба да биде идентичен со оној применуван од страна на западноевропските земји.

Како што веќе наведовме, во секоја од фискално слабите земји од еврозоната зафатени со должничката криза, приказната за влез во кризата е различна. Затоа поодделно ќе ги обработиме кризните услови на секоја земја.

4.5.2. Должничката криза во Грција – иницијалната каписла на должничката криза

Во јануари 2001 година Грција беше прифатена како членка на еврозоната, при што таа ги прифати поставените Мاستришки критериуми. Меѓутоа, тоа беше резултат на погрешната декларација во однос на нејзината макроекономска состојба во периодот од 1997 до 2003 година. По влезот во Европската Унија следуваа ефект на пораст на реалните стапки на раст и намалување на каматните стапки. Периодот од 2001 до 2007 година е многу битен за Грција, бидејќи во овој период земјата неекономично ги користела средствата на Европската Унија, што било основа за драматичната грчка должничка криза. Во овој период стапката на пораст на БДП на земјата изнесуваше 4,3 %, што беше подобра од просечната стапка на пораст на БДП на ниво на еврозоната од 3,1 % (IMF, 2009). Растот на БДП беше предизвикан од порастот на приватната потрошувачка (поради лесниот пристап до кредити) и од порастот на јавните расходи финансирани од страна на Европската Унија. И покрај релативно драстичната контракциска фискална политика на Грција и чекорите кон структурна реформа, стапката на економски раст се намали на 2 % во 2009 година, 2,5 % во 2010 година и 0,7 % во 2011 година, со што регистрираната невработеност во 2010 година достигна 12,6 % (Rady и Abdel, 2012). Европските банки, пред сè од Франција, Германија и Велика Британија, почнаа масовно да ѝ позајмуваат на грчката држава.

Корените на моменталната криза во Грција лежат уште во кредитните балони и шпекулациите од претходната деценија. За периферните членки на Европската Унија, како што е Грција, преминот на еврото ја смали разликата помеѓу каматата на нивните државни обврзници и на обврзниците на најсилната европска економија – Германија, овозможувајќи им да позајмуваат пари по пониска цена. Покрај тоа, задолженоста на домаќинствата значајно порасна, потхранувајќи ги потрошувачките бумови низ Европа (како, на пример, станбените балони во Ирска и Шпанија). Потрошувачките бумови во Јужна и во Источна Европа за возврат предизвикуваа експанзија на германската економија, обезбедувајќи ѝ нов пазар за извоз, од кој две третини завршуваа во еврозоната. Меѓутоа, истовремено тоа значеше дека на слабите економии со голема брзина им се натрупуваа огромни дефицити во платниот биланс, кои беа резултат на растечкиот германски суфицит. Балонот во некој момент мораше да пукне. Помалите економии, во кои спаѓа и Грција, се соочија со растечки и неодржлив јавен долг. Националниот долг на Грција во 2009 година порасна на 130 % од БДП (Trading Economics, 2016).

Како што се близеше крајот на 2009 година, финансиските пазари почнаа да ја губат довербата, продолжувајќи да ги зголемуваат цените на своите позајмици. Додека глобалните финансиски пазари сè уште се опоравуваа, во декември 2009 година Грција објави дека нејзините податоци во врска со буџетскиот дефицит со години биле прикривани и лажирани, со што се довела под знак прашалник сигурноста на грчките финансии. Грција призна долг од 300 милијарди евра, што во тоа време беше 113 % од нејзиниот БДП. Грчкиот дефицит беше ревидиран од 3,7 % на 12,7 % од БДП, што е четири пати повисок од дозволениот, според правилата на еврозоната (Blair, 2012). Одеднаш на Грција ѝ беа затворени сите врати на финансиските пазари. До пролетта 2010 година, Грција беше на пат да банкротира, со што почна да се заканува развој на нова криза во светот – должничката криза.

Откако започна должничката криза во Грција, во 2010 година, повеќето меѓународни банки и странски инвеститори ги продадоа грчките обврзници и другиот грчки финансиски имот кој го поседуваа, при што повеќе не беа ранливи од настаните во Грција. Некои приватни инвеститори, кои решија да продолжат со

вложување во грчките обврзници, обложувајќи се на опоравување на грчката економија, одамна зажалија за својата одлука.

Во меѓувреме, останатите периферни земји од еврозоната кои беа погодени од должнички кризи, како што се: Ирска, Португалија и Шпанија, почнаа да преземаат чекори за заживување на нивните економии, и притоа станаа помалку ранливи на пазарните „зарази“ во однос на претходно.

Неколку години претходно, кога должничката криза во еврозоната беше во најголем подем, многу експерти беа загрижени дека проблемите на Грција би можеле да се прелеат во остатокот од светот. Доколку Грција прогласеше банкрот и излезеше од Европската Унија, тоа можеше да предизвика глобални финансиски шокови од поголеми размери отколку при колапсот на банката „Леман брадрс“ (Lehman Brothers).

Но, од друга страна, некои економисти сметаат дека доколку Грција ја напуштеше валутната унија и еврото како валута, тоа немаше да предизвика голема катастрофа. Европа постави заштитни мерки за да се ограничи финансиската зараза, како обид да спречи ширење на проблемите кон останатите земји. Грција, како еден мал дел од економијата на еврозоната, би можела да си ја врати финансиската автономија со напуштање на еврото. На еврозоната ќе ѝ биде подобро да живее без земја на која постојано ѝ е потребна помош и поддршка од соседите. Прашањето за тоа што би ја чинело Грција, а што би ја чинело Европската Унија во случај Грција да ја напушти еврозоната е обработено во посебен дел од овој труд.

Ефективната каматна стапка на грчкиот долг со рок на отплата од две години, на 28 април 2010 година достигна 38 % (за споредба, во ноември 2009 година каматната стапка изнесуваше 1,3 %) (Wearden, 2010). Исто така, во април 2010 година, трите кредит рејтинг-агенции, кои вршат проценка на способноста на должникот да го отплати својот долг, го деградираа грчкиот долг и акциите на грчките банки на најниско ниво (BBC, 2010).

Со тоа темпо не би поминало долго време пред грчката влада повеќе да не е во состојба да си дозволи понатамошно позајмување на меѓународните пазари на капитал. Неизбежно беше прогласување неможност за отплата на долгот. Но,

пазарите веќе ја имаа изгубено довербата во способноста на грчката влада да ги исполнува своите обврски.

Исто така, опадна и вредноста на акциите на странските банки на кои Грција им должеше големи износи пари. По падот на кредитниот рејтинг на Грција, на неа ѝ се придружија и Шпанија и Португалија. Кредит рејтинг-агенцијата „Стандард и Пурс“ објави дека слабиот раст во Шпанија ќе ги зголеми нејзините буџетски потешкотии, со што се обнови стравот дека јужноевропските земји нема да бидат во состојба да си ги отплатат своите долгови, што, пак, би предизвикало катастрофален ефект на еврото. Во европската периферија започна тотален пад на пазарот на обврзници.

Цените на берзите низ светот нагло опаднаа, а вредноста на еврото во однос на другите валути, исто така, опадна. Генералниот секретар на OECD, Анхел Гурија, оваа зараза ја споредил со вирусот ебола (Parkin и Tweed, 2010).

Кризата во Грција и во еврозоната дополнително ја отежна неможноста на водечките европски земји да се договорат околу пакетите за спас на економијата, дури и по неколку месеци остри препирки и соочувања со кризата на кредибилитетот на еврото како меѓусебна валута.

Главните играчи на Европската Унија најпрво се обидоа да ја одбранат клаузулата „нема спасување“, која е втисната во неолибералната Мاستришка спогодба, што би ја довела Грција на пат на внатрешна девалвација, односно на пат на огромен пад на потрошувачката и на платите, со цел повторно да ја воспостават профитабилноста. Помеѓу нив постоеше страв дека во спротивно Грција би морала да започне со процес на задавање конечен удар на неолибералниот режим, така што по неа и сите останати задолжени европски држави би пристапиле со барање за одложување на исплатите и одбивање на долговите. Грижата дека Грција би можела да дојде во состојба да не може да си го отплати долгот беше пропратена со страв од губење на кредибилитетот на меѓународните банкари и инвеститори во еврозоната.

Кога на целата еврозона почна да ѝ се заканува финансиски крах, дојде до спогодба помеѓу Европската Унија и ММФ за заеднички пакет за спас на еврозоната. Станува збор за програма на Европската централна банка, Европската комисија и ММФ, познати под името **Тројка**, која на грчката влада ќе ѝ овозможи да ги спаси

француските, германските и британските банки. Успешната реализација на оваа програма би предизвикала длабок и долготраен пад на животниот стандард, каков што многу малку земји го имаат доживеано надвор од воени околности. Првиот пакет финансиска помош на Грција ѝ беше доставен на 2 мај 2010 година, а изнесуваше 110 милијарди евра (IMF, 2010). Овие средства на Грција ѝ биле дадени за да ги покрие нејзините финансиски потреби во периодот од мај 2010 година до јуни 2013 година.

Но, оваа помош на Грција ѝ беше дадена под повеќе услови. Позајмувачите од Тројката поставиле тешки услови за штедење во земјата, барале структурни реформи, длабоки кретења на буџетот и огромно зголемување на даноците. Тие, исто така, барале Грција од темел да ја промени својата економија, со рационализирање на владата, крај на даночното затајување и тенденција Грција да стане повољно место за водење бизнис.

Оваа парична помош беше наменета за Грција да може да добие време за стабилизација на нејзините финансии и да се смири пазарот од стравувањата дека би можело да дојде до распад на Европската Унија.

Иако доби помош, економските проблеми на Грција не исчезнаа.

Тригодишната програма вредна 110 милијарди евра бараше од Грција да го скрати нејзиниот растечки буџетски дефицит за неверојатни 6,5 % до крај на 2011 година. Таа бараше смалување на потрошувачката во вредност од над 36 милијарди евра, или 11 % од националниот БДП во наредните три години. Пензиите и платите требаше да се намалат и во тек на тие три години да останат замрзнати, со укинување на божиќните, велигденските и летните бонуси. На потрошувачите (работниците) им беше наметнат голем пораст на данокот на додадена вредност (ДДВ), како и на останатите даночни стапки, зголемување на старосната граница за пензионирање.

ММФ, преку медиумите, објави структурни мерки кои грчката влада ќе мора да ги преземе, како што се: модернизација на јавната администрација, зацврстување на пазарот на трудот и доходната политика, подобрување на деловното окружување и приватизација на државните фирми. Тоа значеше масовно отпуштање на работници од јавниот сектор и негово отворање кон приватизација во рацете на истите банки

поради кои положбата на грчките работници сè повеќе се влошуваше. Со буткањето на грчката економија сè подлабоко во рецесија, дефлацијата ѝ оневозможи на Грција повторно да воспостави профитабилност и да поттикне раст, што уште повеќе ѝ отежна на Грција во отплатата на нејзиниот долг.

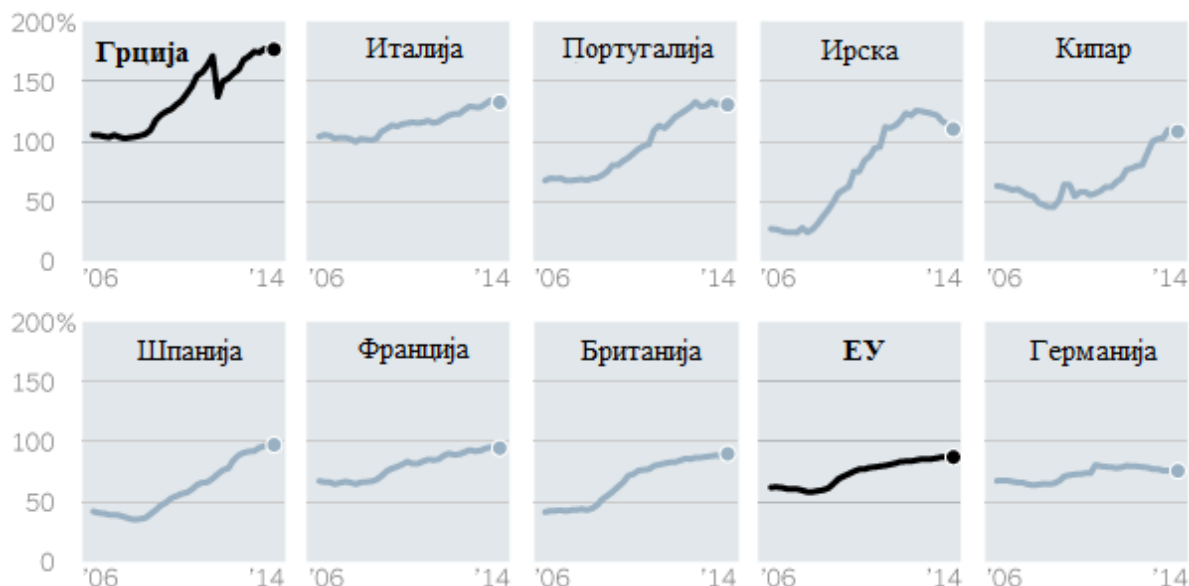
Од ова следува дека дури и со финансиска помош од 110 милијарди евра, опасноста дека Грција нема да биде во можност да ги отплати своите долгови не е намалена, туку напротив – зголемена. Финансиската помош од 110 милијарди евра е највисоката сума која била издвоена за спас на една држава. Но, и таа не беше доволна за да може да гарантира спречување на понатамошна криза ниту во Грција ниту во еврозоната.

Една година подоцна рецесијата во Грција само се продлабочи, а Грција воедно каснеше со имплементација на прифатените услови од програмата за финансиска помош, па се појави потреба од дополнителен пакет финансиска помош од 130 милијарди евра, кој во себе вклучуваше и пакет за рекапитализација на европските банки во износ од 48 милијарди евра (European Commission, 2012). Рекапитализацијата на европските банки значеше пораст на стапката на адекватност на капиталот на 9 %, а истовремено да се зајакне кредитниот капацитет на Европскиот фонд за помош за 1 трилион евра. Беше договорено банките да отпишат половина од грчките долгови од нивните сметководства. Благодареејќи на отписот, грчкиот долг се намали за 100 милијарди евра. Истовремено, со понудата на вториот пакет финансиска помош сите приватни кредитори, кои располагаа со грчки државни обврзници, мораа да потпишат спогодба дека ги прифаќаат пролонгираните рочности до 30 години, пониските каматни стапки и дека доброволно се откажуваат од 21% од вредноста на овие обврзници. Вториот пакет финансиска помош Грција го доби во март 2012 година. Всушност, овој втор пакет на помош дојде како ревизија на првиот, при што во периодот од мај 2010 година до декември 2014 година Грција требаше да прими помош од вкупно 240 милијарди долари.

Грчката влада под притисокот од Тројката, како резултат на прифатените услови, прогласи кратење на државните плати и на пензиите во износ од 30 %, како и голем пораст на ДДВ-то, што најмногу ги погоди обичните работници. Во Грција се

појавија бројни протести, незадоволство на народот и голем пад на животниот стандард.

Графикон 4.1.: Бруто-владиниот долг на земјите од Европската Унија, изразен како процент од нивниот БДП во периодот од 2006 година до последната четвртина од 2014 година

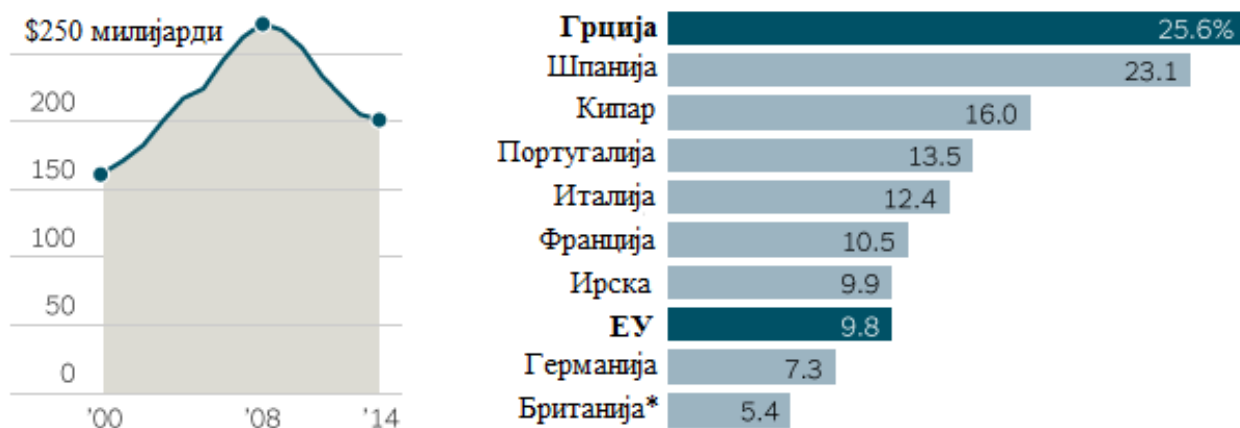


Извор: Eurostat, The New York Times (2016), “Explaining Greece’s Debt Crisis”, available at: <https://www.nytimes.com/interactive/2016/business/international/greece-debt-crisis-euro.html>

На графиконот 4.1. е прикажан владиниот долг на земјите од Европската Унија, изразен како процент од нивниот БДП во периодот од 2006 година до последната четвртина од 2014 година. Оттука може да се забележи како во сите европски земји доаѓа до пораст на нивниот владин долг во однос на нивниот БДП, особено во 2011 година, и тоа како резултат на трансформацијата на глобалната финансиска криза во глобална должничка криза. Но, висината на долгот во однос на БДП на Германија, Франција и Велика Британија е на ниво или под просекот на ЕУ, за разлика од фискално послабите земји од ЕУ каде што висината на долгот значително расте. Кај Шпанија, Португалија и Ирска има значаен скок на стапката на задолженост во однос на нивниот БДП во периодот по настапување на глобалната финансиска криза. Во Италија веќе високиот долг во однос на БДП, кој имаше вредност околу 100 % и пред настапување на глобалната финансиска криза, само продолжи да расте, но со послаб тренд - до 120 % во 2011 година. Во Грција,

долгот во однос на БДП, кој пред почетокот на глобалната финансиска криза беше на речиси исто ниво како и во Италија, по 2011 година достигна ниво од над 150 %.

Графикон 4.2.: Грчкиот БДП во периодот од 2000 година до 2014 година и стапките на невработеност во Европа во првиот квартал од 2015 година



Извор: Eurostat, The New York Times (2016), "Explaining Greece's Debt Crisis", available at: <https://www.nytimes.com/interactive/2016/business/international/greece-debt-crisis-euro.html>

На графиконот 4.2. е прикажан грчкиот БДП во милијарди долари во периодот од 2000 година до 2014 година. Може да се забележи како тој континуирано расте сè до 2008 година кога настапува глобалната финансиска криза. Во периодот што следува тој континуирано опаѓа, со што Грција влегува во рецесија и во глобална должничка криза. На истиот графикон се прикажани и стапките на невработеност во Европа во првиот квартал од 2015 година. Ова е уште една потврда во колку лоша состојба се наоѓаше грчката економија. Нејзината стапка на невработеност беше речиси три пати поголема од просекот на ЕУ.

На крај на 2015 година, пет години откако Грција го доби првиот пакет финансиска помош, нејзината економија се намали за една четвртина, а стапката на невработеност се искачи на над 25 проценти.

Парите од финансиската помош главно се користеа за исплатување на меѓународните заеми на Грција, наместо да се искористат за заживување на економијата. Имајќи го предвид овој факт, јасно е зошто должничката криза во Грција сè уште трае. Грчката влада сè уште е оптоварена со големи долгови, кои не

можат да се отплатат во целост сè додека не започне да се опоравува грчката економија. Владата сега треба да продолжи со имплементирање на длабоки економски реформи за да ги реализира поставените услови кои ги прифати при приемот на оваа финансиска помош, рекапитализација на банките во земјата, како и релаксирање на капиталните контроли.

Графикон 4.3.: Графички приказ на сопственоста на владиниот долг на Грција во 2014 година изразен во милијарди евра

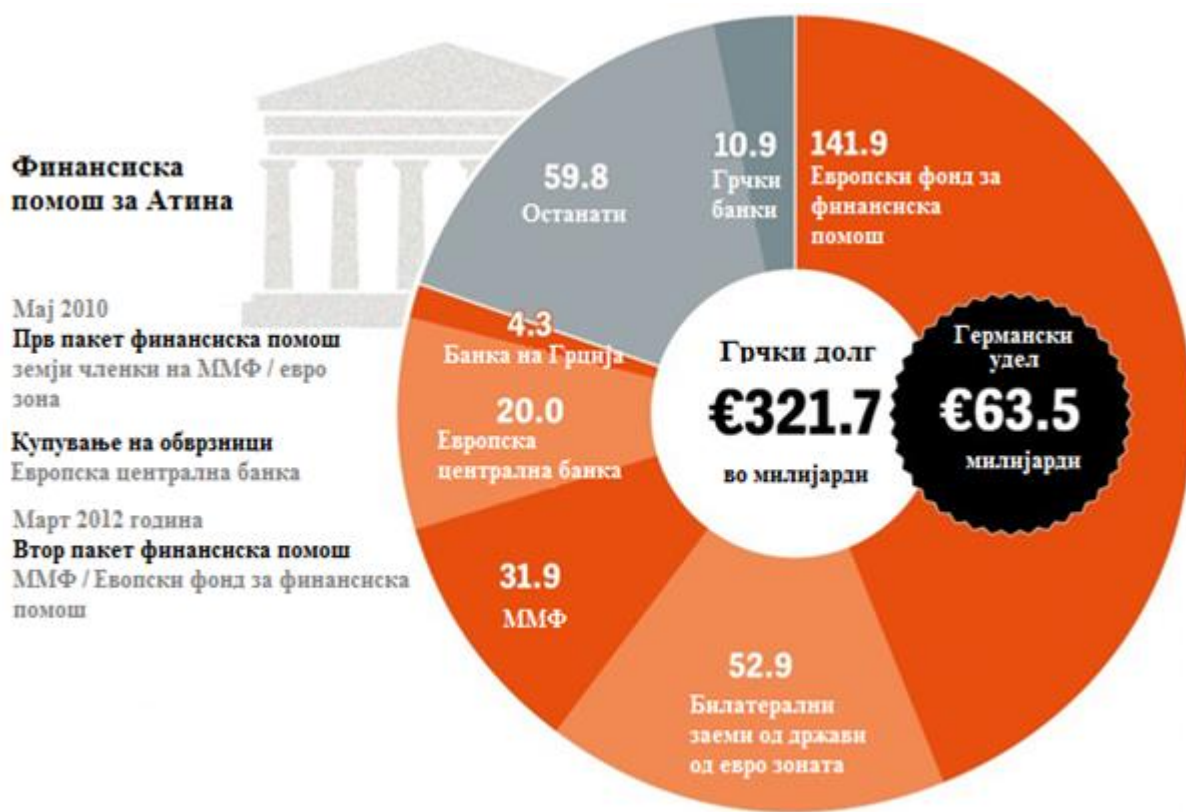


Извор: Deutsche Bank, IMF, Reuters, Bloomberg (2015), “The Greek Debt Crisis: A Misnomer for the European Imperialist Crisis“, available at: <https://theredphoenixapl.org/2015/08/22/the-greek-debt-crisis-a-misnomer-for-the-european-imperialist-crisis/>

Грчката врска со Европа во моментов е многу слаба, што дури некои од земјите членки покажуваат нетрпение, не сакајќи да го толерираат одолговлекувањето на минатите администрации. Како резултат на прифатените услови, Грција до крајот

на 2015 година мораше да примени многу нови правила, кои требаше веќе да ги има применето неколку години претходно.

Графикон 4.4.: Од каде доаѓа финансиската помош за Атина (статус 2014 година)



Извор: *Der Spiegel* (2015), “Finanzhilfen fuer Athens”, Vol.7, July, p.25

На графиконите 4.3. и 4.4. е прикажана сопственоста на владиниот долг на Грција во 2014 година изразен во милијарди евра. Може да се забележи дека најголема помош Грција има добиено од европските земји: Германија, Франција, Италија, Шпанија и уште неколку помали земји, во вкупна вредност од 195 милијарди евра до 2014 година. Овие земји ѝ позајмуваа средства на Грција преку двете новоформирани институции: преку Институцијата за европска финансиска стабилност - ЕФСФ (која подоцна беше преименувана во Европски монетарен фонд), која на Грција ѝ дава позајмица во вредност од 142 милијарди евра и преку Институцијата за билатерални кредити – БЛФ, која на Грција ѝ дава позајмица во вредност од 53 милијарди евра.

Оваа помош од секоја од земјите е дополнителна на нивниот удел во позајмицата која Грција ја има добиено од ММФ во вредност од дополнителни 20 милијарди евра. Така, вкупната финансиска помош од Германија до Грција не изнесува само 57 милијарди евра, туку вкупно 63,5 милијарди евра.

По неколкумесечни преговори помеѓу Грција и нејзините кредитори, Грција во 2015 година го прими и третиот пакет финансиска помош во рок од пет години. Условите кои ги прифати за да ја добие оваа финансиска помош вклучуваат обврзување на државата дека ќе спроведе мерки за штедење и економски реформи, кои на крај на 2015 година беа одобрени од страна на грчкиот парламент. Со овој трет пакет финансиска помош Грција доби дополнителни 8,2 милијарди евра, кои требаше да ѝ се трансферираат до март 2016 година (European Commission, 2016).

Правната легислатива ги опфаќа некои од економските промени веќе применети од страна на меѓународните кредитори на Грција, и тоа: зголемување на старосната граница за пензионирање, намалување на пензиите, либерализација на енергетскиот пазар, отворање на привилигирани професии, зголемување на данокот на имот (кој веќе ги мачи Грците) и „буткање“ кон програма за приватизација на државниот имот.

Шест години по појавата на должничката криза во Грција, на средината на 2016 година, грчкиот БДП изнесува 182 милијарди евра, а нејзиниот вкупен јавен долг е 315 милијарди евра, што е 173 % од БДП. БДП опадна за 25 % од почетокот на должничката криза. Вредноста на меѓународните кредити изнесува 240 милијарди евра. Невработеноста е 23,5 %, а меѓу младите од 25 години истата изнесува 50,3 % (Kolasa-Sikiaridi, 2016). Засега е одлучено Грција сè уште да остане во еврозоната.

4.5.3. Банкарската криза во Ирска и нејзините фискални последици

До 2007 година Ирска, според нејзините економски достигнувања, се наоѓаше меѓу најдобро рангираните европски земји. Ја следеше долг период на високи стапки на економски раст и ниска невработеност, што заеднички придонесуваа за остварување буџетски суфицити. Во 2007 година нејзината задолженост во однос

на БДП изнесуваше 25 %, но нејзината поставеност делуваше соодветна за да може да се справи со какво било забавување на економската активност. Ирска, во периодот 1995 – 2007 година, беше позната под името Целтички тигар каде што економијата се водеше извонредно успешно, најмногу поради успешната индустрија на финансиски услуги и силниот пазар на недвижности. Во тоа време во Ирска имаше ниски корпоративни даночни стапки, ниски каматни стапки на Европската централна банка, но и слаб надзор на банкарската супервизија. Токму поради потпирањето на ирската економија на финансиите и на градежништвото, заедно со глобалната финансиска криза во 2008 година, дојде до дефлација на домашниот имот во недвижности, што најмногу ги погоди домаќинствата, банките и владата. Ирска стана првата земја од еврозоната која во 2008 година влезе во рецесија (Central Statistics Office, 2013).

Во 2008 година Ирска беше погодена од шпекулативен меур од недвижности, слично како што беше случајот со САД. Шпекулативниот меур беше поддржан од масовно кредитирање од страна на банките, при што билансите на ирските банки растеа непропорционално со големината на нивната економија. Банките се потпираа на традиционалното финансирање на кредитите преку нивната депозитна база. Но, големата финансиска интеграција, делумно предизвикана со воведување на еврото, им дозволи сè повеќе да подлежат кон краткорочни позајмици од странство на пазарите на пари. Со тоа ирските банки можеа да нудат сè повеќе хипотекарни кредити, побарувачката за домови сè повеќе растеше, а пазарот на недвижности беше во подем. Ирската економија речиси ефективно се наоѓаше на ниво на полна вработеност. Со растот на пазарот на недвижности и на градежништвото, растеа и потребите за градежни работници, па голем дел од работниците доаѓаа од новите земји членки на Европската Унија, пред сè од Источна Европа. Оваа миграција на население од другите земји од Европската Унија кон Ирска дополнително ја поттикна побарувачката за домови. Вкупниот пазар на хипотекарни кредити во Ирска порасна од 16 милијарди евра во првата четвртина од 2003 година, па сè до 106 милијарди евра во третата четвртина од 2008 година, што воедно е и највисоката вредност на кредити во овој кредитен бум (Whelan, 2013). Износот од 106 милијарди евра хипотекарни кредити беше околу 60 % од ирскиот БДП во 2008 година. Како

резултат на тоа, дојде до пораст на цените на недвижностите во Ирска. Со замрзнувањето на светските меѓубанкарски пазари за време на глобалната финансиска криза во 2008 година, се предизвикаа два проблема за ирските банки. Прво, тие беа соочени со ликвидносни проблеми поради тоа што немаа од каде да позајмат пари, а истовремено луѓето од Ирска, во паника од кризата, само ги повлекуваа своите депозити од банките. Ирските банки немаа доволно готовина за да можат да одговорат на барањата на депозиторите за повлекување на нивните средства. Ликвидносните проблеми сами по себе вообичаено се надминуваат со помош на финансирање од страна на централната банка. Но, вториот проблем со кој се соочија ирските банки беше солвентноста, што е многу посериозен проблем. Недостигот од нови пари за банките значеше дека тие нема да можат да издаваат хипотекарни кредити. Доколку не можат да издаваат хипотекарни станбени кредити, нема да се продаваат становите, ќе има намалени парични текови, а притоа ќе има пад на вредноста на кредитите. Кредитите го претставуваат најголемиот дел од активата на банките. Според тоа, со намалување на вредноста на кредитите, како резултат на падот на пазарот на недвижности, дојде до намалување на вредноста на активата на банките, така што обврските на банките во форма на депозити беа далеку повисоки од нивните средства. Шесте ирски домашни банки се соочија со несолвентност, при што им беше потребна рекапитализација за да се одржат во живот.

Како резултат на тоа, ирската влада одлучи на 29 септември 2008 година да издаде двегодишна гаранција на банкарските депозити на сите шест ирски банки и да ги рекапитализира, притоа користејќи јавни средства (European Commission, 2008). Двегодишната рочност на гаранцијата значеше дека во случај ирските банки од каква било причина да не можат да отплатат дел од овие нивни обврски покриени со гаранцијата, таа обврска ќе биде подмирена од страна на ирската влада со средствата од одобрената гаранција. Долгот на ирските домашни банки, кој беше покриен со оваа гаранција, изнесуваше околу 440 милијарди евра. Големите трошоци на овие владини мерки дополнително го влошија структурниот буџетски дефицит предизвикан од колапсот на пазарот на недвижности.

Овој банкарски долг беше надополнет на веќе постоечкиот буџетски дефицит, што предизвика сомнеж кај меѓународните инвеститори за одржливоста на ирскиот долг. Не можејќи да позајмува на меѓународните пазари за да си го финансира сопствениот дефицит, Ирска се соочи со нагло намалување на јавните услуги за да се обиде да ги намали јавните расходи до ниво колку што располага со јавни приходи. Намалувањето на јавните услуги најмногу се однесуваше на услуги од здравството и од образованието, по што следуваа бројни протести особено од страна на студентите и пензионерите. Мерките вклучуваа повлекување на претходно ветени вакцини за децата, повлекување на медицинските картички кои носеа бенефиции во здравството, враќање на универзитетската такса за студентите.

Банкарската криза во Ирска се трансформираше во должничка криза. Со порастот на државниот дефицит многу бизниси се затворија и дојде до пораст на невработеноста. Помеѓу 2008 и 2009 година дојде до намалување на ирскиот БДП за 8 %, а ирскиот БНП се намали за 10 %. Невработеноста порасна од 4,5 % во 2007 година до речиси 13 % во март 2010 година. Дојде и до пад на ирската берза, а многу имигранти, кои беа дојдени на работа во Ирска, ја напуштија земјата. Ако во 2008 година Ирска се соочи со рецесија, во 2009 година потполно западна во економска депресија.

Кога Ирска се соочи со должничка криза, државниот дефицит беше проценет на 14,5 % од БДП, а во 2010 година достигна и 32 % од БДП. За разлика од Грција, фискалниот дефицит кај Ирска настана како резултат на трошењето јавни средства како финансиска помош на несолвентните банки. Како одговор на тоа, ирската влада спроведе низа консолидирани мерки за да помогне да се намали дефицитот во 2010 година под 12 %.

Кон крајот на ноември 2010 година Ирска прифати финансиска помош од ММФ и ЕУ познати под името Тројка во износ од 85 милијарди евра (овој износ вклучуваше 67,5 милијарди евра обезбедени од надворешни извори и 17,5 милијарди евра обезбедени од сопствени извори на ирската влада, претежно од Националниот фонд на пензиски резерви), но слично како и Грција, и Ирска за возврат на помошта морала да прифати исполнување на некои услови. Ирска морала да изврши реструктурирање на банкарскиот сектор, да воведо дополнително фискално

прилагодување преку планирање на нов четиригодишен буџет, кој ќе содржи намалено трошење и воведување нови даноци, а морала да воведе и нови структурни реформи.

Првиот приоритет од програмата за финансиска помош бил реструктурирање на банкарскиот сектор со цел негова стабилизација, и тоа преку воведување на помал, подобро капитализиран банкарски сектор. Затоа, најголем дел од расположливите средства (41 %) во износ од 35 милијарди евра биле наменети за банкарска рекапитализација по спроведување на еден сеопфатен сет од стрес-тестови во ирскиот банкарски систем. Оваа цел на ирската влада е успешно реализирана. Две од шесте ирски банки се споени, две од нив се ликвидирани, а две се национализирани, со што се поедноставила структурата на банкарскиот сектор. Исто така, големината на билансите на домашните банки е намалена за повеќе од 30 %, благодарение на успешниот процес за намалување на левериџот, претежно преку продажба на странски средства и ликвидација на ненадежните банки. Сепак, како пропратен ефект од намалување на левериџот на банките остана фактот што ирските банки сега се понасочени кон домашниот пазар, а делумно се повлекле од меѓународната сцена. Исто така, дошло до зајакната капитална позиција на ирските банки преку воведување нови капитални барања и зголемување на банкарската супервизија.

Вториот приоритет од програмата за финансиска помош бил фискална консолидација, која на среден рок ќе ги доведе јавните финансии на земјата на планираната патека. И оваа цел на ирската влада е успешно реализирана преку пораст на јавните приходи со зголемување на даночните стапки, а од друга страна, се реализирала целта на ирската влада за намалување на јавните расходи.

Третиот приоритет од програмата за финансиска помош бил амбициозен план за воведување структурни реформи, кои ќе ја вратат конкурентноста и ќе го зајакнат потенцијалот за економски раст на земјата. И оваа цел на ирската влада е успешно реализирана преку воведување реформни спогодби на пазарот на труд, преземање мерки за подобрување на акциите на пазарот на труд за намалување на невработеноста, реформи за подобрување на социјалната сигурност, реформи во здравството и реформи во енергетскиот сектор. Преземени се напори за

воведување поголема конкуренција кај јавните професии, правејќи ја Ирска поконкурентна земја.

Во декември 2013 година Ирска официјално ја напушти програмата за помош од Тројката, движејќи се во вистинска насока и започнувајќи опоравување на економијата, достигнувајќи раст од 4,8 % во 2014 година. Националниот долг на Ирска опадна на 109 % од БДП, а буџетскиот дефицит опадна на 3,1 % на крајот од 2014 година. Сепак, во текот на 2014 година во Ирска продолжија протестите на населението откако ирската влада воспостави компанија „Ирски водовод“, која започнала да поставува водометри пред секој имот во земјата и од населението почнала да наплаќа за користење вода. Независно од тоа, во текот на 2015 година невработеноста во Ирска опадна од 10,1 % на 8,8 %, а економскиот раст изнесуваше 6,7 %. Во ноември 2015 година беше објавен пораст на владините даночни приходи за 10,5 % од почетокот на годината.

И покрај сè, ирската економија покажа дека, сепак, имала силни фундаментални фактори, вклучително висока продуктивност и релативно флексибилен пазар на труд, кои придонесоа Ирска подобро да се справи со рецесијата и со должничката криза отколку останатите погодени земји. И покрај сериозните проблеми предизвикани од превисокиот приватен и јавен долг и тешкото надворешно окружување зафатено со кризи, ирската економија успеа да се врати на својот пат.

4.5.4. Италија како системски важна земја во еврозоната

Италија е трета по големина економија во еврозоната, а осма во светски рамки. Таа е една од најмногу индустријализираните земји во светот и е една од водечките земји извознички. Италија е високо развиена земја, која, пред сè, е позната по креативните и иновативните бизниси, по големата конкурентност во агрикултурниот сектор (водечки производител на вино), по висококвалитетната автомобилска индустрија, машинската индустрија, прехранбената индустрија (производство на тестенини), дизајнерската и модната индустрија, како и по туризмот. Во 2009 година Италија го заземаше седмото место на листата на

најголеми светски извозници. Околу 60 % од нејзината вкупна трговија се одвива со останатите земји од Европската Унија. Нејзини најголеми трговски партнери од Европската Унија се: Германија (12,9 %), Франција (11,4 %) и Шпанија (7,4 %) (CIA, 2012).

Од овие причини воопшто не е чудно што Италија се смета за системски важна земја во еврозоната, односно земја чии ефекти брзо можат да се пренесат во останатите земји, но и земја во која ефектите од останатите земји брзо можат да се пренесат како резултат на големата поврзаност со надворешните земји.

Како резултат на глобалната финансиска криза дојде до губење на довербата во Италија, а според тоа и намалување на трговијата. Глобалното намалување на побарувачката го намали италијанскиот извоз, предизвикувајќи намалување на приватната потрошувачка во Италија и намалување на нејзиниот БДП. Стапката на невработеност на Италија се спушти на најниско ниво од сите задолжени земји во Европа. Стравот од неповолни пазарни реакции ѝ ја ограничи можноста на Италија да ја користи фискалната политика како алатка за стимулирање на нејзината економија. Целокупниот јавен долг на Италија до крајот на 2010 година порасна на 118 % од нејзиниот БДП (CIA, 2012). Со тоа Италија се најде на второто место на најзадолжени земји во Европа, веднаш по Грција, чиј јавен долг во тоа време достигнуваше над 140 %. Но, главната разлика помеѓу Италија и Грција е во тоа што најголем дел од италијанскиот јавен долг е поседуван од страна на италијански национални субјекти. Исто така, состојбата на Италија се разликува и од онаа на Ирска и Шпанија поради тоа што обичните Италијанци не поседуваат огромни хипотекарни кредити и, генерално, Италија има многу ниско ниво на долг на домаќинствата, далеку пониско од просекот на земјите од Организацијата за економска соработка и развој (OECD). Според горенаведеното, доколку не го земеме предвид само владиниот сектор, Италија, всушност, не се наоѓа во толку лоша состојба како другите задолжени земји. Големите нивоа на јавен долг во Италија не се нешто ново. Италија уште од 1991 година има ниво на долг над 100 % од нејзиниот БДП, но, сепак, таа умее успешно да управува со нејзините финансии. Владата уште од 1992 година троши помалку средства за обезбедување јавни услуги и добра за нејзиното население отколку што заработува јавни приходи од даноци.

Единствената причина што Италија продолжува да позајмува е за да може да ги отплаќа главнината и каматите за нејзините постоечки долгови.

Сепак, италијанската економија е слаба, пропратена со слаба регулација, следење лични наспроти државни интереси, слаби инвестиции, зголемување на старосниот просек на населението, што води кон ограничување на способноста на земјата да го зголеми своето производство.

Стапката на годишен економски раст на Италија од почетокот на новиот милениум во просек изнесува 0,75 %, што е многу пониско од каматните стапки кои Италија ги плаќа за нејзините долгови (Lin et al, 2012). Ова значи дека италијанската влада се соочува со ризик нејзината задолженост да расте со побрзо темпо отколку што нејзината економија има капацитет да го следи тоа ниво на долг.

Италија, во времето пред кризата, ги зголеми просечните плати на населението, со што стана неконкурентна наспроти Германија и останатите западноевропски земји. Недостатокот од конкурентност за Италија значеше уште послаб економски раст во наредните години и ниска стапка на инфлација, бидејќи Италија мораше да ги замрзне платите, па дури и да ги намали додека да достигне ценовна предност над германските работници.

Нискиот раст и инфлација уште повеќе ја отежнуваат отплатата на италијанскиот долг.

Италијанската влада на 15 јули и на 14 септември 2011 година донесе мерки за штедење со цел да се заштедат 124 милијарди евра. Во ноември 2011 година одобрени се дополнителни мерки за штедење и од власт е симнат Силвио Берлускони. Мерките вклучуваат заработка од 14 милијарди евра од продажба на недвижен имот во наредните три години, пораст на старосната граница за пензионирање од 65 на 67 години, отворање на затворените професии во рок од една година, со што ќе се овозможи и неквалификувано вработување (затворени професии се оние каде што е јасно пропишано кои квалификации треба некој да ги исполнува за да може да ја работи таа професија), постепено намалување на владината сопственост над локалните услуги.

Европската централна банка не сакала да ѝ позајми пари на Италија од три причини. Со евентуалната помош на Италија, таа ќе ја охрабри италијанската влада да

продолжи со неразумно трошење. Со печатењето нови пари би се предизвикала инфлација. И доколку Италија не успее да ја врати добиената финансиска помош, би ја оставила Европската централна банка во ситуација да мора самата да бара помош, што би ја уништило нејзината независност.

Владиниот долг на Италија во 2012 година достигнал 127 % од БДП, во 2013 година достигнал 130,4 % од БДП и во 2014 година достигнал 131,1 % од БДП (European Commission, 2013).

Италија понуди неколку даночни амнести и во годините кои следуваа. Во 2012 година даночната амнестија резултираше со легализирање на 100 милијарди евра по екстра намалена даночна стапка.

Во 2013 година Италија толку длабоко влезе во рецесија пропратена со голема невработеност, така што милиони Италијанци не можеа да си дозволат доволно загревање на нивните домови ниту можеа да си дозволат купување разновидна храна за своите семејства. Стапката на невработеност помеѓу младото население достигна 40 % (Eurostat, 2014). Исто така, висока беше и стапката на младо население кое е ниту квалификувано ниту вработено (околу 26 %). Тој факт уште повеќе го отежнуваше вработувањето. Традиционално високите стапки на штедење во Италија потполно исчезнаа и станаа далеку под оние на Германија и Франција. Ситуацијата во Италија е особено лоша во нејзините сиромашни јужни делови.

Италијанската влада во 2014 година се обиде да ги приватизира владините средства со цел да го намали долгот, притоа продавајќи го и малцинскиот удел на италијанската влада во акциите на „Посте италиане“ (Poste Italiane). Исто така, во јануари 2014 година италијанската влада се согласи да му понуди на нејзиното население можност за користење на нова доброволна шема за враќање на средствата кои се чуваат во странство во домашната земја, а најмногу од швајцарските банки.

Во 2014 година банката „Бенк оф Италиа“ (Bank of Italia) процени дека Италијанците држат во странство 180 милијарди евра непријавени средства, бројка која е три пати поголема во однос на 2004 година.

Италијанската статистичка агенција „Истат“ (Istat) (2015), соопшти дека БДП на Италија во првата четвртина од 2015 година пораснал за 0,3 %. Иако оваа стапка на

економски раст за некои земји е разочарувачка, за Италија значеше најдобар резултат во последните три години. Тоа значеше дека Италија е на добар пат на излез од рецесија и на континуиран пораст на нејзиниот БДП.

Подобрувањето на економската состојба во Италија главно се должеше на надворешни фактори. Програмата за квантитативно олеснување на Европската централна банка од јануари 2015 година доведе до голем пад на вредноста на еврото, што ги поттикна италијанските извозници и ги одржа трошоците за позајмување на најниско ниво. Италијанските бизниси повторно се насочија кон традиционалната продажба во странство, и тоа од сите индустрии, почнувајќи од храна и вино, до луксузни добра, производство на индустриски машини и фармацевтски производи.

Италијанскиот министер за финансии, Пјер Карло, изјави дека иако до крајот на 2015 година се очекува макроекономските услови во земјата да продолжат да бидат експанзивни, тие позитивни ефекти ќе останат само краткорочни доколку не се преземат правилни акции (Padoan, 2014). Според неговите насоки, Владата на Италија си постави амбициозна агенда за спроведување реформи со кои би се надоместиле некои од структурните недостатоци на Италија кои во земјата постојат со години. Уште пред глобалната финансиска криза Италија не беше конкурентна во однос на Германија и Франција поради ригидниот пазар на труд, бавниот и непредвидлив правен систем, широко распространетата корупција, високите даноци и скапата и неефикасна јавна администрација, кои ги спречуваа новите инвестиции во земјата. Овие слабости на италијанскиот систем уште повеќе се нагласија за време на рецесијата, со дополнително оштетување и на банкарскиот систем, кој се преполни со нефункционални кредити и стана неспособен да издава нови кредити дури ни во раните фази на подигање на економската активност во земјата.

Најпрво, во март 2015 година, се воведени реформи на пазарот на трудот, според кои се тргна заштитата содржана во договорите за вработување на неопределен рок, а на работодавците им се обезбедија фискални стимулации за да можат да вработуваат нови кадри. Уште во април 2015 година, односно еден месец по воведувањето, оваа реформа веќе имаше позитивен ефект.

Спроведувањето на нови успешни реформи во земјата може да доведе до враќање на довербата во државата, што е клучен фактор за остварување позитивни ефекти на долг рок.

Но, овие реформи не го излечија и банкарскиот систем во Италија, кој и во текот на 2016 година продолжи да се полни со загрижувачки нивоа на нефункционални кредити (17 % – 21 %) од вкупните издадени кредити (Moore, 2016). Вредноста на нефункционалните кредити во банкарскиот систем на Италија изнесува околу 200 милијарди евра, што е 12 % од италијанскиот БДП. Во билансите на некои поединечни банки лошите кредити достигнуваат и алармантни 30 %. Овие факти го привлекоа вниманието на Европската централна банка, која изјави дека оваа состојба на инвеститорите им дава сигнал за продажба. Акциите на италијанските банки изгубија повеќе од 25 % од нивната вредност во првиот квартал од 2016 година. Италија најпрвин предложи решение за излез од оваа ситуација преку воведување правен ентитет во кој сите банки ќе можат да си ги пренесат своите нефункционални кредити, а потоа тој правен ентитет да продолжи да ги менаџира нефункционалните кредити, овозможувајќи му на банкарскиот сектор во земјата да се изолира од негативните ефекти на нефункционалните кредити. Но, со новите правила на Европската Унија насочени кон заштита на даночните обврзници од социјализирани загуби е забранета употребата на државна помош за спасување на банките.

Од таа причина, државата на банките им дозволи да ги исчистат своите биланси од нефункционални кредити преку пакување на овие нефункционални кредити и нивна продажба на инвеститорите, заедно со владина гаранција за најмалку ризичните порции долг. Овие новоиздадени хартии од вредност мораат да се вреднуваат по пазарни цени.

Пазарните цени на италијанските нефункционални кредити би можела да се движи од 20 % до 50 % под нивната моментална вредност во банкарските биланси, при што имателите на обврзници би се соочиле со големи загуби, а банките со големи отписи на вредност од нивните биланси. Но, загубите не се лимитирани на ниво на финансиските институции. И малите и индивидуалните инвеститори располагаат со значаен дел од овие долгови преку нивните пензиски заштеди.

Се поставува прашањето дали кризата во Италија е споредлива со онаа во Грција. Одговорот е дека доколку Италија дозволи да западне во криза од размери како што е кризата во Грција, ситуацијата во Италија би била уште полоша отколку во Грција. Иако Италија се наоѓа на второто место во еврозоната според учеството на нејзиниот долг во нејзиниот БДП (132 %), таа претставува системски позначајна земја од Грција во еврозоната, па и во светски рамки. Грција е 44-та економија по нејзината големина во светот, додека Италија е 8-ма по големина економија во светот. Италија е 3-та по големина економија во еврозоната, околу десет пати поголема од грчката економија. Пренесувањето на ефектите од Италија во другите делови од Европската Унија ќе биде многу полесно и поголемо отколку пренесувањето на ефектите од Грција врз останатите земји. Ефектите особено брзо би се рашириле во покревките членки на Европската Унија, кои веќе се соочуваат со фискални слабости, а тука, пред сè се мисли на Шпанија и на Португалија. Друга причина зошто кризата од размери како во Грција би била поопасна доколку настапи во Италија, е фактот што во Италија се наоѓа третиот најголем должнички пазар на обврзници во светот, со јавен долг од над 2,5 трилиони долари. Голем дел од овој долг го поседува Европскиот банкарски систем, што го зголемува ризикот од прелевање на кризата од Италија во глобалниот финансиски систем. Во случај Италија да ја напушти еврозоната, тоа би значело пропаст за земјата, бидејќи по напуштање на еврото трошоците на италијанската влада за позајмување би пораснале до недостижни нивоа. Во случај на запаѓање на Италија во голема должничка криза, таа би барала преголема финансиска помош за излез од кризата, која би оставила траги дури и на најцврстите економии, како што е Германија. Едноставното давање финансиска помош, како што ѝ се нуди на Грција, не би било доволно за излез на Италија од евентуална криза од исти размери.

Економската активност на Италија од 2008 година, па до денес (2017 година) е на дното, особено поради тоа што Италија е заглавена со правилата на еврото. Италијанскиот животен стандард денес е околу 10 % понизок отколку пред 10 години. Италијанскиот банкарски систем се соочува со проблеми, а јавниот долг на Италија е на второ место во еврозоната.

Се поставува и прашањето дали во Италија се зачнува нова суппримарната криза на 2017-тата година. Владите ја уверуваат јавноста дека италијанските банки се добро капитализирани и дека иако им е потребно повеќе време, решенијата кои се спроведуваат за излез од лошата состојба ќе бидат успешни. Италијанската влада изјави дека ситуацијата е далеку помалку сериозна од што му делува на пазарот. Но, со оглед на настаните од блиската историја, јавноста и инвеститорите ваквите изјави ги земаат предвид со значителна претпазливост.

Во времето на разгорување на должничката криза во Грција во 2011 година, тековниот претседател на Европската комисија, а во тоа време премиер на Луксембург, изјави: „Кога ситуацијата станува сериозна, мора да се лаже“. Никој не сака да се створи паника во земјата, бидејќи тоа само дополнително дава инфузија за разгорување на нова криза, која Европа не смее да си ја дозволи.

4.5.5. Причини за должничката криза во Шпанија и Португалија

Шпанската економија пред запаѓањето во криза растеше двапати побрзо отколку италијанската економија, а овој економски раст главно се должеше на експанзијата во градежната индустрија. Големината на градежниот сектор во Шпанија порасна од 4 % во 1995 година на 12 % во 2007 година. Големината на градежниот сектор во Италија порасна од 4 % на само 6 %. Но, овој факт објаснува зошто шпанските банки беа послаби од италијанските банки – поради тоа што шпанските банки имаа натрупани лоши станбени кредити во своите биланси.

Кога Португалија го прифати еврото се соочи со економски бум, но тоа ја зголеми слабоста на нејзиниот банкарски систем. Глобалната финансиска криза ги влоши постоечките проблеми во земјата, кои постоеја и пред кризата. Тешката макроекономска нерамнотежа беше транспарентна и од аспект на постојаниот голем надворешен дефицит и од аспект на буџетскиот дефицит. Како резултат на тоа, Португалија долго време се соочуваше со ниски стапки на економски раст и низок раст на продуктивноста. Ниските каматни стапки овозможени од нејзиното членство во еврозоната предизвикаа економска експанзија, која беше пропратена

со големи очекувања во однос на идниот раст на продуктивноста, но и со големо задолжување. Порастот на побарувачката ги притисна платите над нивоата на продуктивност, што предизвика сериозна загуба на конкурентноста на земјата. Португалија повеќе години наназад се соочуваше со два клучни проблема. Првиот проблем е нискиот степен на инвестирање во човечки капитал, односно ниските инвестиции во образованието. Вештините кои можеа да се понудат на пазарот на трудот беа мали и ограничени. На влезот на новиот милениум Португалија имаше една од најниските стапки на достигнувања во образованието од сите земји од ОЕЦД (OECD). Ниското образование значи и слаб раст на продуктивноста. Вториот проблем на Португалија се лошо водените институции на пазарот на трудот, кои години наназад играа значајна улога во дестабилизацијата на португалската економија. Во основа тоа се оние институции кои се поврзани со заштита на работните места и поставување на нивоата на платите. Последиците од ригидноста на законодавството на пазарот на трудот се гледаа во фактот што Португалија е земја од ОЕЦД (OECD) во која е најдолг просечниот период на невработеност на лицата, земја во која е најниска стапката на информираност за новите работни места и земја која е на второ место според учеството на привременото вработување во вкупните вработувања. Главен индикатор дека португалската економија сè повеќе паѓаше беше намалувањето на кредитниот рејтинг на нејзините државни обврзници во летото 2010 година. Португалската економија ја следеше болен процес на конкурентна дезинфлација.

По финансиската помош на Ирска брзо се раширија шпекулации дека Португалија ќе побара финансиска помош, особено поради фактот што Португалија имаше слични симптоми како оние на Грција и на Ирска. Повторувањето на владините фискални прилагодувања стана сè потешко поради тоа што тие се среќаваа со силна политичка опозиција. На 23 март 2011 година португалскиот премиер поднесе оставка откако не успеа да добие поддршка од јавноста за четвртиот пакет мерки за штедење во рамки на една година. Пазарите на тоа одговорија со максимално намалување на кредитниот рејтинг на Португалија на 29 март 2011 година. Истовремено, стапката на принос на 10-годишната обврзница порасна над 8 %.

Кога на 6 април 2011 година новиот португалски премиер призна дека на неговата земја ѝ е потребна финансиска помош од Европската Унија, Португалија им се приклучи на Грција и на Ирска во должничката криза во еврозоната. Нивото на јавен долг во Португалија е далеку пониско во однос на Грција, а банкарската индустрија во Португалија е постабилна отколку онаа на Ирска. Средствата кои Португалија би ги добила би ѝ биле доволни за справување со нејзината состојба, но постоел страв дека ќе се намали довербата во соседна Шпанија.

Владата си имаше поставено две главни цели како одговор на новата должничка криза во земјата. Првата цел е да одржи стабилност на португалскиот финансиски сектор, а втората цел е да го изолира домашното влијание врз кризата. Зголеменото јавно штедење и намалените јавни приходи го отежнаа пристапот на Португалија на меѓународните финансиски пазари.

Европската Унија, Европската централна банка и ММФ, во мај 2011 година, понудија тригодишна програма за финансиска помош за Португалија (до средината на 2014 година) во износ од 78 милијарди евра. Клучен дел на оваа програма е воведување структурни реформи во земјата (пред сè институционални реформи, кои би ги подобриле институциите на пазарот на трудот); промовирање на раст и на отворање нови работни места; подобрување на конкурентноста на земјата; формирање стратегија за фискална консолидација поддржана од структурни фискални мерки за намалување на јавниот долг и буџетскиот дефицит; зголемување на фискалната контрола над јавно-приватните партнерства и државно поседуваните институции и преземање мерки за обезбедување на стабилност во финансискиот сектор на земјата. Португалија како дел од оваа програма за финансиска помош морала да си постави амбициозни буџетски цели пропратени со рекапитализација и делевериц на банкарскиот систем, како и воведување долги и детални реформи во сите области на економијата.

Португалија успешно ја заврши оваа програма во јуни 2014 година, а ефектите од преземените мерки ќе продолжат да се гледаат во годините што следуваат.

Во 2015 година маркоекономската состојба на Португалија беше многу подобрена, како резултат на нејзината домашна и надворешна побарувачка. Домашната побарувачка беше поддржана од ниски каматни стапки, намален персонален данок

на доход, постепено повлекување на некои привремени мерки за консолидација и подобрување на довербата на бизнисите и потрошувачите. Исто така, во Португалија има и пораст на извозот, што дополнително придонесува за пораст на нејзиниот БДП. Надворешните нерамнотежи се значително намалени. Јавните финансии се видливо подобрени, а финансиските услови се стабилизирани. Фискално структурните реформи се подобрени, но нивната имплементација ќе продолжи да трае. Во банкарскиот сектор има пораст на депозитите, при сè уште ниско ниво на кредитирање. Патеката по која се движеше Португалија е слична како на останатите земји кои успешно се справија со нивната криза, како што се Шпанија и Ирска, кои, исто така, успеаја постепено да си ја вратат својата економска конкурентност на пазарот.

За разлика од Португалија, каде што економската состојба и пред кризата не беше завидна, Шпанија на крајот на 2007 година, годината пред да започне глобалната финансиска криза, имаше одлична фискална позиција. Според „Еуростат“ (Eurostat), нејзината позиција беше подобра отколку на останатите три најголеми земји членки на еврозоната. Шпанија имаше буџетски суфицит од 1,9 % од нејзиниот БДП на консолидирана основа, што во тоа време беше трет по големина во Европа по Финска (5,2 % од БДП) и Луксембург (3,7 % од БДП). По нив следеа: Германија (0,3 % од БДП), Холандија (0,2 % од БДП) и Ирска (0,1 % од БДП).

Исто така, и јавниот долг на Шпанија во однос на нејзиниот БДП беше доста солиден и многу подобар отколку на останатите три најголеми земји членки на еврозоната. Јавниот долг на Шпанија изнесуваше 36,1 % од БДП, за разлика од Франција која имаше 63,9 % од БДП, Германија со 64,9 % од БДП и Италија со 103 % од БДП. Процентот на јавен долг од БДП кај сите три земји ја надминуваше стапката од 60 % пропишана во Пактот за стабилност и економски раст. Шпанија достигна одлична фискална позиција со просечен годишен економски раст од 3,7 % во период од 14 последователни години (почнувајќи од 1994 година), додека просечниот годишен економски раст за целата еврозона изнесуваше 2,3 %. Овој голем напредок на Шпанија се должеше главно на два фактора. Првиот фактор е влезот на Шпанија во Европската Унија и во Европската монетарна унија, што предизвика значаен пад на каматните стапки во Шпанија откако инвеститорите го

дисконтираа крајот на ризикот од девизниот курс на пезетата (која девалвираше неколку пати пред Шпанија да се приклучи во еврозоната). Просечните краткорочни и долгорочни каматни стапки опаднаа, а тоа предизвика масовно кредитирање, инвестиции и раст. Вториот фактор е масовниот влез на имигранти во Шпанија во периодот од 2000 до 2007 година. Нивната бројка порасна од 923.000 во 2000 година до 4,5 милиони во 2007 година, претежно на работоспособна возраст. Имиграцијата својот врв го достигна во 2010 година со бројка од 5,7 милиони доселеници, што претставува 12,2 % од вкупната популација во Шпанија, а 15 % од вкупната работна сила, што имаше голем удел во обезбедувањето социјална сигурност. Имигрантите беа привлечени од меурите во градежништвото и купувањето домови, како и од растечкиот сектор на туризам во земјата. Со порастот на платите во земјата, како и поради падот на каматните стапки, сите сметаа дека е вистинско време да се земе хипотекарен кредит и да се купи нов дом. Банките, исто така, сметаа дека е вистинско време за да го притискаат издавањето на хипотекарни кредити. Како резултат на ова номиналниот БДП почна да расте за 6,5 % годишно, додека хипотекарните кредити растеа за 32 % (речиси пет пати повеќе од номиналниот БДП на Шпанија). Поради големата побарувачка за домови и градежниот сектор се наоѓаше во експанзија, достигнувајќи 16 % од БДП и генерирајќи речиси 20 % од вкупната вработеност во економијата. Во 2006 и во 2007 година започнаа да се градат нови 700.000 домови, што претставува уште поголем број отколку во САД, кои во исто време се соочуваа со слична ситуација како и Шпанија, но со 7,5 пати поголема популација во однос на неа. Вкупниот раст на Шпанија беше достигнат преку акумулацијата на трудот и капиталот, додека продуктивноста на трудот беше многу ниска и вкупниот раст на продуктивноста беше блиску до нула, зависно од годината. Почнувајќи од 2007 година, забрзано почнаа да се намалуваат структурните и кохезионите средства од буџетот на Европската Унија. Интерната побарувачка порасна во просек за 4,7 %, потрошувачката порасна за 4,2 % годишно, инвестициите во опрема пораснаа за 5,5 % годишно, а инвестициите во градежништвото пораснаа за 6,7 % годишно. Внатрешната понуда, исто така, порасна, но со послабо темпо од 3,8 %, и тоа како резултат на креирањето на нови

работни места за имигрантите и зголемување на учеството на жените во работното население.

Крајниот резултат од сите овие околности беше креирање на многу големи екстерни разлики во однос на останатите земји. Дефицитот на тековната сметка во Шпанија во 2007 година достигна 10 % од БДП, што е еден од највисоките во светот, мерен како процент од БДП, а втор по големина според апсолутната вредност изразена во американски долари (веднаш после дефицитот на САД, кој се наоѓаше на првото место). Но, за разлика од дефицитот на американската тековна сметка, кој се должи на големиот пад на стапката на штедење и релативно константната стапка на инвестиции, стапката на штедење во Шпанија во тој период остана константна, околу 20 % од БДП, додека стапката на инвестиции порасна до 30 % од БДП. Најголемиот дел од дефицитот во тековната сметка во Шпанија беше инвестиран од страна на домаќинствата за купување домови и од страна на фирмите кои купуваа опрема, купуваа други компании или отвораа сопствени продавници во странство, додека во САД најголемиот дел од дефицитот беше потрошен. Главниот проблем во Шпанија беше што најголемиот дел од дефицитот во тековната сметка беше финансиран преку странско штедење, претежно во евра и од еврозоната. Овие странски средства претежно беа инвестирани во малтер и цигли во земјата, наместо во производство на производи кои можат да бидат предмет на надворешна трговија, што би овозможило генерирање на приходи од странство, кои, пак, би се искористиле за отплата на шпанските долгови.

По 15 години стабилен раст, воден од експанзија во купување домови, Шпанија беше тешко погодена од глобалната финансиска криза. Нејзиниот БДП значајно опадна поради длабокиот пад на инвестициите во земјата, падот на извозот и приватната потрошувачка, додека слабиот увоз и порастот на владината побарувачка обезбедија делумна компензација на ефектите. Но, тоа што најмногу загрижуваше беше огромниот пораст на стапката на невработеност на 20 %. Од јавен суфицит од 2 % од БДП во 2007 година, Шпанија се доведе до јавен дефицит од 11,2 % од БДП во 2009 година, како резултат на големите стимулации и намалувањето на цикличните и еднократните јавни приходи. Шпанија ја изгуби нејзината конкурентност и има

голем дефицит во тековната сметка, слично како Грција и Португалија. Приносот на шпанските обврзници континуирано опаѓа.

Шпанија се доведе од најбрзо растечка економија во еврозоната (со стапка на економски раст од 3,5 % во 2007 година) до земја зафатена со рецесија (со негативен економски раст од -3,6 % во 2009 година), со највисока стапка на невработеност во индустријализираниот свет (16 % во 2009 година) и со висок буџетски дефицит (11,1 % во 2009 година). Се воведоа и мерки за штедење во државата, а дојде и до ескалирање на трошоците за штедење. Целата слика ја надополнуваа банките кои беа преполнети со лоши кредити.

Причината за запаѓањето на Шпанија во криза е јасна. Шпанија беше соочена со ниски каматни стапки, располагање со евтини пари од Европската централна банка, а потоа и пукање на станбениот меур, слично како што беше ситуацијата со САД и со Ирска. Но, објаснувајќи го ова, мораме да имаме предвид две работи. Првата е конверзијата на „сивите пари“ пезети во евра, и тоа преку недвижниот имот. Пезетите не можеа да се конвертираат во евра преку банкарскиот систем. Оваа практика дополнително го влоши станбениот меур на пазарот, како и шпекулациите во локалните недвижности од страна на локалните власти. Тие вршеа разделување на парцелите и нивна продажба дел по дел, сè со цел да ги зголемат цените. Добивката им дозволи на локалните власти да градат спортски објекти, притоа обезбедувајќи си гласови за речиси три децении. Ова се објаснува како последица на млада демократија, која не располагала со многу јавни спортски објекти, а ѝ биле потребни. Втора жртва на младата демократија се недоволно финансираните јавни универзитети, кои за многу семејства се единствениот избор за продолжување на образованието. Со проширување на образовните можности, многу работници ги притискаа своите деца да се запишуваат на преполнетите јавни универзитети, наместо да им пружат стручни знаења од некој занает. Овој масовен пристап на универзитетите создаде огромна толпа преедуцирани невработени граѓани.

Јазот помеѓу образованието и вештините произлегува од структурата на шпанскиот универзитетски систем. Студентите ги учат професори кои заработуваат ниски плати, а во многу случаи, покрај работата на универзитетот имаат и други работни места. Групите студенти кои посетуваат настава се големи, наставата е теоретска,

правилата за промена на насока се ригидни, а размената на студенти и другите можности за практикантско работно искуство за време на студирањето се многу мали и ограничени.

Покрај конкурентноста на пазарот на недвижности и образованието, многу е битна и конкурентноста на пазарот на трудот. Стапката на невработеност во Шпанија и кога се сметала дека е ниска била над 10 %, со исклучок на периодот од 2005 до 2007 година. Но, во Шпанија во процес беа реформи на пазарот на труд со кои ќе биде дозволено работодавците да вработуваат на определено време подолг период, без да имаат обврска на крај договорот за вработување да го трансформираат во договор на неопределен рок. Исто така, зголемена е старосната граница за пензионирање на 67 години. Но, генерално, платите во Шпанија до крај на 2010 година останаа пониски во однос на останатите европски земји. Бироократската природа на Европската Унија ја попречува мултинационалната природа на трудот. Правилата на Европската Унија го отежнуваат слободното движење на работната сила поради лингвистички и културни разлики. Различните стандарди за академска акредитација во земјите од Европската Унија претставуваат дополнителна бариера, така што некои степени на образование не се признати од страна на јавните институции на некои други земји, туку само од страна на приватните институции. Сепак, имиграцијата останува како опција и потреба за многу Шпанци. Во целина, Европската Унија ѝ додава стабилност на Шпанија и на нејзината валута, а воведува и некаква дисциплина. Оваа дисциплина ѝ е потребна на Шпанија во кризните услови кои ја погодија.

Шпанската влада беше принудена да ги намали трошоците за 15 милијарди евра во обид да ја подобри состојбата, но тоа уште повеќе го зголеми пазарниот страв дека и кај нив ќе се прелее „заразата“ од Грција.

Со тоа владата успеа да ја намали стапката на негативен раст на економијата од -3,6 % во 2009 на -0,1 % во 2010 година, но Шпанија остана со највисока стапка на невработеност во Европа, што дополнително повлекува пад на приходите и вложување на економската состојба. Во 2010 година сигналите покажаа дека банките во Шпанија можеби не се толку цврсти, па шпанската влада мораше да преземе два мали регионални кредитори оптоварени со лоши кредити од

купувачите на домови, а почна да ги форсира останатите мали кредитори да се спојат со цел полесно да ја пребродат новонастанатата криза.

Во 2011 година беа спроведени повеќе реформи, и тоа: пензиска реформа, реформа на пазарот на трудот, реформа за колективно договарање, активни политики на пазарот на трудот, реформи на производниот пазар, приватизации, реструктурирање на банкарскиот систем. Дојде до приватизација на аеродромите, лотариите и телекомуникациите. Во банкарскиот систем беше одлучено да се ликвидираат нефункционалните банки, а да се поддржи процесот на реструктурирање на успешните банки. Беа затворени 25 % од филијалите на банките, а со тоа и 18 % од вработените во банкарскиот сектор беа отпуштени. Дојде до поголема регулираност во банкарскиот сектор, пораст на минималните капитални барања, па од првичните 45 банки во Шпанија останаа само две во нивната иницијална форма. Останатите банки беа или преземени од други банки, или преземени од владата, или беа принудени да се спојат една со друга, при што вкупниот нивен број во 2011 година достигна 15. Исто така, дојде до пораст на даноците, а многу луѓе беа отпуштени од работа, особено оние што беа вработени во јавната администрација. Како резултат на овие мерки економијата порасна за 0,7 %, но до крај на годината Шпанија се врати во рецесија, дојде до масовна невработеност, намалување на нивоата на платите, намалување на цените на недвижностите за повеќе од 35 %, а трошоците за позајмување достигнаа неодржливи нивоа. По кратко време и цените почнаа да опаѓаат.

Државата се обиде преку намалување на трошоците за 45 милијарди евра и преку реформи на пазарот на трудот да ја подобри состојбата. Но, трошоците од задолженоста на Шпанија се зголемија на неодржливо ниво откако Европската централна банка истапи со пуштање пари на пазарот во февруари 2012 година. Банките конечно беа принудени да признаат дека се потребни до 100 милијарди евра финансиска помош, но трошоците за позајмување достигнаа нивоа, кои ја принудија Португалија претходната година да се повлече од пазарите поради дополнителна акција на намалување на трошоците, намалување на економските предикции и дополнително барање финансиска помош за излез од ситуацијата. Сепак, во јули 2012 година на Шпанија ѝ беше обезбедена финансиска помош од страна на земјите

членки на Европската Унија во износ до 100 милијарди евра. Оваа финансиска помош беше наменета за рекапитализација на финансиските институции во Шпанија. Оваа програма траеше 18 месеци, сè до јануари 2014 година, а беше придружена со листа на услови кои Шпанија во овој рок требаше да ги исполни. Целта на програмата беше зголемување на долгорочната отпорност на шпанскиот банкарски сектор, со враќање на неговиот пристап на пазарот. Програмата заврши успешно и навремено, а акциите се преземаа согласно агендата. Шпанија искористи само 38,9 милијарди евра за банкарска рекапитализација, согласно планот за реструктурирање и решавање на проблемот во земјата одобрен од страна на Европската комисија, и околу 2,5 милијарди евра за капитализирање на шпанската компанија за управување со средства – „Сареб“ (Sareb). Повеќето акции беа преземени уште во 2012 година кога сè уште немаше видливи и мерливи позитивни ефекти. Шпанската влада беше категорична дека таа „си ја завршила својата домашна задача“ и дека сè што можело да се направи е направено, само е потребно повеќе време да се почека за реформите да можат да покажат резултати. Тоа и се случи.

По повеќегодишната криза Шпанија успеа да изгради цврсти реформи и да го врати економскиот раст. Дојде до подем на автомобилската индустрија. „Мерцедес-Бенц“ (Mercedes-Benz), кој произведува во Шпанија, со својата продажба во првата половина од 2015 година веќе ги надмина бројките од изминатата година за речиси 50 %. Возилата се популарни помеѓу шпанските бизнисмени, а во првиот квартал од 2015 година бројот на регистрирани возила во Шпанија порасна за 27 %. Во текот на 2014 година во Шпанија се произвеле 2,4 милиони автомобили, оставајќи ги зад себе традиционалните производители на автомобили – Италија и Франција. Од цела Европа, само Германија произведува повеќе автомобили од Шпанија. Тоа што ја извади Шпанија од најлошата економска и должничка криза по војната од 1930-тите години беше извозот, а не порастот на домашната побарувачка.

За време на кризата, Шпанија, водена од примерот на Германија, успешно ставаше акцент на својот извоз. Во 2014 година речиси една третина од шпанските добра и услуги беа извезени од земјата. Само во шпанските фабрики за возила на „Опел“, „Сеат“, „Рено“, „Форд“ и „Нисан“ беа креирани 25.000 нови работни места. Откако

беше дозволено производството да се направи пофлексибилно, компанијата „Мерцедес“ инвестираше 190 милиони евра во нејзините фабрики во Шпанија.

Шпанија, заедно со Португалија и Ирска, покажаа дека економската криза може да биде претворена во отворена можност за уште поголем напредок преку добиена финансиска помош за излез од кризата. Искуствата на овие земји покажаа дека една земја може да си ја врати економската конкурентност преку болни реформи, дури и во рамки на Европската Унија.

Тоа што остана како проблем во шпанската економија е големата невработеност, сè уште над 20 %. Со над 4 милиони невработени лица во јуни 2015 година, тројца од осум Шпанци имаат невработено лице во својот дом. Невработеноста на младите лица во Шпанија е околу 50 %, што е втора најлоша во еврозоната, по Грција. Платата на младите луѓе опадна од 1000 евра во 2007 година на 800 евра во 2015 година. Многу од нив работат во слабо платените сектори, кои се главни двигатели на шпанската економија. Останува да севиди дали потрошувачката на населението и приватниот сектор можат да ја одржат експанзијата во економијата.

4.6. Предлози за излез од глобалната должничка криза

Денес, неколку години по почетокот на глобалната должничка криза, е јасно дека главните причини за појава на оваа криза лежат уште во глобалната финансиска криза, а секоја поединечна земја си има своја приказна за настаните кои ја следеле во овој период. Конкретно, глобалната должничка криза во еврозоната се должи на откривањето на пропустите во структурата на еврозоната како монетарна унија од страна на финансиските пазари, како и на слабите, несоодветните и доцните реакции на владите како одговор на кризата.

Институционалната поставеност на Економската и монетарна унија и на еврото како валута, дефинитивно, не беше соодветна за услови на криза од овој ранг.

Како клучни слабости на системот на Европската унија (ЕУ) (Economic and Financial Affairs, 2014) се детектирани следниве:

- Преголем фокус на буџетскиот дефицит: следењето на јавните финансии на земјите се фокусираше на годишните буџетски дефицити на земјите, а не и на нивото на владиниот долг. Голем број земји од ЕУ, кои се придржуваа кон правилата на ЕУ за ниско ниво на буџетски дефицит, па дури и за остварување суфицити, се соочија со финансиски тешкотии за време на глобалната финансиска криза поради високите нивоа на задолженост. Оттука следува дека неопходно е следењето на нивото на задолженост на земјите, како дополнителен индикатор во рамки на ЕУ.
- Недостиг на следење на конкурентноста и макроекономските нерамнотежи: при следење на економиите на земјите од ЕУ не се обраќало доволно внимание на одржувањето на доволното ниво на конкурентност и кредитен раст, што би водело кон акумулација на долг во приватниот сектор, слабеење на финансиските институции и инфлација на пазарите на недвижности.
- Слаб притисок за наметнување на правилата: за земјите од еврозоната, кои не ги почитувале правилата, немало доволно силен притисок за истите да им се наметнат. Се наметна потребата од построг и покредибилен систем на санкции во случај на непочитување на правилата на ЕУ.
- Бавен капацитет за донесување одлуки: многу често институционалната слабост значи пролонгирање и одложување на клучните одлуки во врска со загрижувачкиот макроекономски развој. Ова значи дека не се водеше доволно сметка за економската состојба од перспектива на еврозоната во целост.
- Итно финансирање: кога настапи кризата не постоеше механизам кој веднаш би обезбедил финансиска поддршка за земјите од еврозоната, кои одеднаш се соочиле со финансиски тешкотии. Финансиската поддршка беше неопходно да ги следи не само проблемите специфични за една земја членка туку и да обезбеди бариера за спречување проблемите да се рашират кон останатите земји, кои, исто така, биле изложени на ризик.

Поради горенаведените слабости на системот, Грција, Ирска, Португалија, Шпанија и Кипар не беа во можност да позајмуваат на финансиските пазари по пристапни каматни стапки. Неопходно беше ЕУ да пристапи на помош, што резултираше со

креирање на механизам за справување со кризи и финансиско оградување, така што голем износ на средства беа ставени на располагање да се искористат од страна на земјите членки кои беа соочени со финансиски проблеми, и тоа во итни случаи.

Со ширењето на ефектите од глобалната должничка криза се постави прашањето колкави се шансите да се распадне Европската монетарна унија. Јасно е дека лошото менаџирање на европските лидери играше значајна улога за разгорување на кризата, но, исто така, е јасно дека некои земји членки западнаа во подлабоки кризи од останатите.

Покрај официјалните одговори за излез од кризата дадени од страна на Европската Унија, ММФ и Европската централна банка, голем број различни и уникатни алтернативи постоеја за Грција, Ирска, Португалија, Шпанија и останатите задолжени земји за да се справат со ефектите од должничката криза.

Грција беше првата земја која изгуби пристап на пазарите на капитал во мај 2010 година, а по неа следуваа Ирска, во ноември 2010 година и Португалија, во мај 2011 година. Шпанија и Кипар, исто така, побараа финансиска помош во 2012 и 2013 година, соодветно, иако Шпанија бараше единствено рекапитализација на нејзините банки наместо целосна финансиска помош за излез од кризата. Италија не делуваше заинтересирана да побара финансиска помош, особено откако нејзиниот новоизбран премиер, во пролетта 2014 година, иницираше бројни економски и политички реформи. Ирска ја напушти официјалната програма за финансиска помош за излез од кризата на крајот на 2013 година, по што следуваа Португалија – во мај 2014 година. Грција е единствената земја членка на Европската Унија која го реструктурираше својот долг, која и покрај тоа сè уште ја нема напуштено програмата од Тројката за излез од кризата. На 30 јуни 2015 година Грција стана првата развиена земја која не успеа да изврши отплата на нејзиниот долг кон ММФ. Во тоа време грчкиот јавен долг изнесуваше 323 милијарди евра.

За сите овие години откако се појави глобалната должничка криза, понудени беа повеќе можни решенија за излез од должничката криза:

- реструктурирање на долгот;
- имплементација на иновативна фискална стратегија во рамките на Озборнскиот план на Велика Британија;

- употреба на странски инвестиции за стимулација и подобрување на економската состојба на погодените земји;
- излез од Европската монетарна унија;
- излез од Европската Унија;
- Договорот за фискална стабилност во рамки на ЕУ и фискалната компактност како негов сегмент;
- издавање еврообврзници;
- формирање Европска фискална унија;
- опоравување на европските банки и воведување авторитет за излез од криза;
- формирање Европски монетарен фонд;
- формирање на банкарска унија во рамки на Европската Унија;
- краткорочни мерки преземени од страна на ЕУ за справување со должничката криза.

Ќе се обидеме да дадеме детално објаснување за секое од овие можни решенија за излез од должничка криза, сè со цел да може да се применат и во иднина за справување со должнички кризи. Притоа, многу е битно да се детектираат проблемите со кои соочува земјата за да се изнајде уникатно решение за излез од кризата.

4.6.1. Реструктурирање на долгот

Под реструктурирање на долгот се подразбира намалување на дел од износот на долгот и менување на условите на долгот (како, на пример, продолжување на рочноста на доспеаниот долг) со цел земјата да си ја подобри или да си ја врати ликвидноста за да може да продолжи со нејзино функционирање.

Според Банката за меѓународни порамнувања, вкупниот приватен и јавен долг на 18 земји членки на ОЕЦД (OECD) порасна за речиси четири пати помеѓу 1980 и 2010 година, но и потоа продолжи да расте, очекувајќи сè до 2040 година да достигне нивоа од 250 % (во Италија) и 600 % (во Јапонија). Банката за меѓународни

порамнувања, во една нејзина студија од јуни 2012 година, предупреди дека доколку не се земат предвид каматните исплати на земјите, на буџетите на повеќето развиени економии би им било потребно 20 години по ред да бележат буџетски суфицит од над 2 % од БДП за да можат да го вратат нивото на долг во однос на БДП, колку што им било пред почеток на кризата. Бостонската консултантска групација ги дополни резултатите од оваа студија со откривањето дека доколку целокупниот долг продолжи да расте со побрзо темпо отколку економијата, неопходно е реструктурирање на долгот на таа земја. За да го достигнат доволното ниво на долг, земјите од еврозоната мораат да го намалат нивното ниво на задолженост за 6,1 трилиони евра. Според Бостонската консултантска групација, овој долг би можел да биде финансиран со еднократен данок на богатство со стапка помеѓу 11 и 30 проценти, зависно од земјата, а во најмногу задолжените земји неопходен ќе биде отпис на долгот. Германскиот економист Харалд Шпел, наместо еднократен отпис на долгот, предложи 30-годишен план за намалување на долгот, слично како што Германија постапи по Втората светска војна со цел да го сподели товарот на нејзината обнова и развој.

Во 2011 година грчкиот премиер Папандреу изјави дека за него реструктурирањето на долгот на Грција не е опција за излез од кризата. Папандреу нагласи дека мерките за штедење ќе бидат доволни за намалување на дефицитот, а евентуалното реструктурирање на долгот би било разурнувачко за грчкиот банкарски систем, негативно одразувајќи се на грчките семејства. Европските власти долго време инсистираа земјите од еврозоната да се остават да се опорават без реструктурирање на долгот, бидејќи таквата мерка би ги уништила банките низ Европа и би креирале паника на пазарите. Во случај спроведените мерки за штедење, прифатени од страна на ММФ и ЕУ, да не ги дадат посакуваните резултати, должничката криза би можела да продолжи да се шири и во други земји. И покрај тоа што реструктурирањето на долгот носи свои негативни страни, секогаш останува одржлива опција за многу европски земји кои продолжуваат да се соочуваат со стравот од банкрот. Во една статија објавена во германскиот дневен весник „Фајненшл тајмс Дојчланд“ (Financial Times Deutschland) на почетокот на 2011 година, беше наведено дека ЕУ ја загуби надежта во Грција за нејзината способност да си го

отплати долгот. Нагласено беше дека претставници на неколку влади од еврозоната изјавиле дека реструктурирањето на долгот на Грција повеќе не може да се одложува. Тоа и се случи. Првото реструктурирање на долгот на Грција беше во март 2012 година.

Предмет на повеќе дебати е темата дали реструктурирањето на долгот на Грција задоцни и, можеби, требало да настапи уште во мај 2010 година, при самото воведување на програмата за финансиска помош на Грција. Според многу економисти, неоправдано беше одложувањето на донесување на одлуката за реструктурирање на долгот на Грција до средината на 2011 година кога стана јасно дека грчкиот долг достигнува неконтролирани нивоа. Се покажа дека иницијалните стравувања дека реструктурирањето на долгот на Грција ќе предизвика сериозни закани за финансиската стабилност на еврозоната беа беспотребни. Напротив, се покажа дека во рамки на една монетарна унија е возможно успешно да се спроведе реструктурирање на долгот. Грчките банки остварија пристап до итна ликвидносна помош (ELA) и во голема мера им се компензираа загубите кои ги претрпеа за време на кризата. Реструктурирањето на долгот немаше негативни ефекти врз странските инвеститори ниту ја намали финансиската стабилност на Грција. Со воспоставувањето на специјализирани институции и процедури во рамки на еврозоната за управување со кризи и со воведувањето многу построга фискална контрола, грчкото искуство ќе остане уникатно во историјата на реструктурирањата на долгови, а од ова искуство секако дека можат да се извлекуваат поуки за во иднина.

Стануваше збор за најголемото реструктурирање на долг во историјата, а воедно и првото реструктурирање на долг во рамки на еврозоната. Неговата историска важност не е само во неговата големина во износ од речиси 200 милијарди евра долг, туку и во неговото времетраење, големината на загубите од страна на кредиторите, модалитетите и потенцијалот за пренесување на ефектите кон останатите периферни делови на еврозоната. Инвеститорите се согласија да реструктурираат 172 милијарди евра грчки обврзници, кои претставуваат 85,5 % од вкупните 206 милијарди евра долг поседуван од страна на приватниот сектор. 69 % од инвеститорите (други инвеститори), кои поседуваат грчки обврзници кои не се

издадени под грчко законодавство, исто така, се согласија да реструктурираат околу 20 милијарди евра. Уште од истата 2012 година во Грција се постави прашањето дали е потребно уште едно реструктурирање на долгот. Сè уште е актуелно истото прашање и неизвесно е дали Грција повторно ќе добие реструктурирање на долгот пред да излезе од програмата за финансиска помош за излез од кризата добиена од страна на Тројката. Во април 2017 година ММФ изјави дека на Грција дефинитивно ѝ е потребно уште едно реструктурирање на долгот. ММФ одбива да ѝ дава дополнителна финансиска помош на Грција, сè додека Грција не се обврзе на дополнителни реформи и додека ЕУ не изнесе детали за намалување на дел од долгот на Грција. Неодамна, Грција со нејзините европски партнери се спогодија да спроведе дополнителни пензиски и даночни реформи со цел да може да исплати дел од долгот, согласно пропишаната програма. Останува да видиме дали ќе има уште едно реструктурирање на грчкиот долг и кои ќе бидат ефектите од него.

4.6.2. Имплементација на иновативна фискална стратегија во рамките на Озборнскиот план на Велика Британија

По глобалната финансиска криза, Велика Британија, како и повеќето европски земји, западна во рецесија во 2009 година, по што нејзиниот јавен долг уште повеќе се зголеми, па во 2010 година достигна 76 % од нејзиниот БДП. Порастот на јавниот долг на Велика Британија главно се должеше на порастот на трошоците на земјата по финансиската криза за социјална помош, финансиската помош кон банките за излез од кризата и значајниот пад на јавните приходи од административни такси, даноците на добивка и даноците на доход. Во 2009/2010 година јавната потрошувачка на Велика Британија достигна историски високо ниво од 48 % од БДП. Јавниот долг на Велика Британија порасна од 35,5 % од БДП во јули 2007 година на 56,8 % од БДП во јули 2009 година и до 76 % од БДП во 2010 година. Следејќи го примерот на останатите европски земји, Велика Британија воведо нејзини мерки за штедење како алатка за намалување на јавниот долг на земјата. Сетот од мерки за штедење беше воспоставен од страна на Џорџ Озборн,

тогашен канцелар на трезорот на Велика Британија, кој по премиерот беше еден од главните канцелари во рамки на кралската влада. Канцеларот е одговорен за сите економски и финансиски прашања и има еднакви права како министрите за финансии во останатите земји. И покрај тоа што овој вид мерки не беа позитивно прифатени од страна на јавноста во останатите европски земји, официјалните претставници на Велика Британија се одлучија на нив, соочени со стравот дека растечкиот долг може да предизвика губење на довербата на странските земји и инвеститори во британската економија. Озборнскиот план вклучуваше широко намалување на потрошувачката и клучна реформа со програма за социјална помош. Планот вклучуваше поставување на нови граници за бенефициите кои ги добиваат сиромашните, зголемување на старосната граница за пензионирање, зголемување на надоместоците за школување и намалување на платите во јавниот сектор. Иако од намалувањето на социјалната помош се очекуваше во најголема мера да бидат негативно погодени жените и сиромашните, резултатите од јавните анкети во октомври 2010 година покажаа дека над 51 % од британските гласачи ја поддржале предложената Озборнска програма. Канцеларот Озборн во 2011 година ја потврди потребата од фискална дисциплина, повикувајќи се на португалската дилема, и на тој начин оправдувајќи го фискалното приспособување на Велика Британија. Првично Програмата беше предвидена да трае пет години – до 2015/2016 година, но во 2014 година трезорот ја продолжи Програмата најмалку до 2018 година. Јавниот долг на Велика Британија, во однос на нејзиниот БДП, продолжува да расте, и покрај оваа строга Програма на мерки на штедење. Јавниот долг во однос на БДП во 2013 година изнесуваше 90,6 %. Џорџ Озборн во 2015 година изјави дека јавниот долг во однос на БДП се очекува до 2019/2020 година да опадне на 71,6 %.

4.6.3. Употреба на странски инвестиции и финансиски стимулации за подобрување на економската состојба на погодените земји

Друга алтернатива за излез од должничката криза е подобрување на економската состојба на земјата преку стимулирање, наместо преку рестрикции.

Стимулирањето на економијата во услови на задолженост може да се изведе преку барање економска помош од страна на економски доминантните земји во светот, било во форма на странски инвестиции било во форма на финансиска помош.

Кинескиот премиер Вен Јиабао, за време на неговата посета на Европа во есента 2010 година, ја изјави неговата поддршка кон Грција, Европската Унија и еврото како валута. Тој најави финансиска помош од 5 милијарди долари за да ја заживее бродската индустрија на Грција. Кина во тоа време вети и поддршка за инвестирање во грчки обврзници штом повторно се пуштат на пазарот. Иако кинескиот премиер изјави дека Кина ќе преземе напор за да ги поддржи сите земји од еврозоната за излез од кризата, а особено Грција, таа помош има и своја цена. Кина ја изрази нејзината посветеност за излез на еврозоната од кризата, истовремено залагајќи се за намалување на рестрикциите на Европската Унија за извоз на високи технологии кон Кина. Кина оваа криза сакаше да ја искористи како средство за неутрализирање на меѓународната критика во однос на нејзините трговски политики и нејзината неподготвеност за апресијација на нејзината валута.

4.6.4. Излез од Европската монетарна унија

Излезот од Европската монетарна унија (ЕМУ), исто така, беше понуден како решение за излез од должничката криза, но во моментот останува отворено прашање единствено за Грција. Германија дури во еден момент се закани дека ќе ги исфрли од Европската монетарна унија сите фискално неодговорни земји, кои не успеваат да ги следат правилата зададени од страна на ЕМУ. Иако и присилното и доброволното напуштање на ЕМУ од страна на земјите членки се смета за нелегално, ова решение за излез од должничката криза беше наметнато од многу политичари и економисти како подобра алтернатива отколку строгите мерки за штедење. Со оглед на тоа што фискално проблематичните земји членки можеа потенцијално да ја повлечат надолу целата еврозона, излезот од ЕМУ дури може да биде и добредојден од страна на другите земји, како начин да се спречи понатамошното оштетување на Унијата. Излезот од ЕМУ за земјата би значел

издавање на нејзина сопствена валута различна од еврото, што би повлекло дополнителни трошоци за таа земја и економска несигурност. Од друга страна, излезот од ЕМУ за една високо задолжена земја би значел поголема слобода за водење сопствена монетарна политика и изнаоѓање сопствено решение за справување со кризата. Преку девалвација на валутата, оваа земја би можела да ги смири строгите фискални мерки на штедење и да ја стимулира економијата преку извоз по поконкурентни цени.

4.6.5. Излез од Европската Унија

Како што во 2016 година Велика Британија официјално ја извести Европската Унија дека ја напушта, така сè почесто почна да се отвора прашањето дали и Грција, како земја најпогодена од европската должничка криза, треба да се одлучи на истиот чекор.

Излезот на Велика Британија од Европската Унија се одлучи со референдумот од 23 јуни 2016 година на кој беа излезени 71,8 % гласачи и со 51,9 % се изгласа за излез од Европската Унија. Фактичкото напуштање на Европската Унија од страна на Велика Британија е закажано за на 29 март 2019 година, две години по прифаќањето на член 50 од планот за излез од ЕУ, кој е составен дел од Лисабонскиот договор потпишан во 2009 година од страна на сите земји членки. Овој член сè уште не е применет од ниедна земја од Европската Унија. Сè уште никој не знае какви ќе бидат ефектите од излезот од ЕУ и колку време реално ќе биде потребно да се променат сите заеднички закони кои Велика Британија (ВБ) ги има со ЕУ. Условите за излез од ЕУ сè уште не се договорени, така што дотогаш ВБ останува полноправна членка на ЕУ. Постојат три главни причини поради кои се изгласа за излез на Велика Британија од ЕУ. Прво, се сметаше дека ЕУ ја уназадува Велика Британија на тој начин што ѝ воведува премногу правила за водење на бизнисите и ѝ наплаќа милијарди фунти годишно како надомест за членство, притоа добивајќи многу малку за возврат. Велика Британија е една од 10-те земји

членки кои даваат повеќе пари во европскиот буџет, отколку што добиваат. Единствено Франција и Германија вложуваат повеќе од неа. Од земјите, пак, кои најмногу добиваат од ЕУ на прво место е Полска, а потоа следуваат Унгарија и Грција. Исто така, ЕУ бараше Велика Британија сите нејзини закони да ги преработи повторно сама, наместо да ги креира преку заедничко донесување одлуки со останатите земји членки. Третата причина за излез на ВБ од ЕУ беше имиграцијата. ВБ сакаше да има целосна контрола врз нејзините граници, сè со цел да го намали бројот на луѓе кои би доаѓале за живеење и/или за работа. Оние политичари кои беа против излезот на ВБ од ЕУ нивниот став го аргументираа на тој начин што сметаа дека ВБ многу добива од членството, така што многу ѝ е олеснето пласирањето на производи во останатите земји членки, а и приливот на имигранти, кој претежно се состои од млада работоспособна сила, што само го поттикнува економскиот раст на земјата ѝ помага за плаќање на јавните услуги. Тие сметаа дека со напуштањето на ЕУ статусот на ВБ во светски рамки ќе биде уништен. Сметаа дека во Велика Британија ќе настапи инстантна економска криза, така што цената на недвижностите ќе почне да опаѓа, ќе има рецесија со голем пораст на невработеноста и сметаа дека ќе им биде потребен буџетот издвоен за во вонредни состојби за да се надомести големиот пад во потрошувачката. Ден по изгласувањето на референдумот фунтата забележа најголем пад во последните 31 година, пад од над 10 % во однос на доларот, до ниво кое е полошо отколку за време на глобалната финансиска криза. Валутните експерти очекуваат и на долг рок вредноста на фунтата да се задржи на најмалку 10 % под вредноста од пред референдумот. Тоа би значело дека увезените добра континуирано ќе стануваат сè поскапи, особено цените на храната, на облеката и на покуќнината. Дојде до пораст на потрошувачкиот индекс на цени (CPI) до 2,3 % во февруари 2017 година, што е највисоко ниво во последните 3,5 години. Сепак, невработеноста продолжи да опаѓа до 4,8 %, што е најниско ниво во последните 11 години. Останува отворено да се види што ќе се случува со Велика Британија.

Но, тоа што Велика Британија своеволно одлучи да излезе од ЕУ како уште повеќе да ги охрабри останатите земји членки да размислуваат за присилно бркање на Грција од ЕУ. Особено ова прашање стана актуелно после падот на грчкиот БДП за

1,2 % во последниот квартал од 2016 година. Во март 2017 година Европската централна банка додаде дополнителни 400 милиони евра како итна ликвидносна помош за Грчката централна банка, чекор кој уште повеќе го нагласува ликвидносниот проблем на грчките банки, земајќи ги предвид депозитните текови на приватниот сектор. Вкупните средства на пазарот на пари во Грција, како и вкупните депозити во Грција од година во година се во континуиран пад. Економијата, која во 2015 и 2016 година почна да покажува некакви знаци на живост, почна повторно да се „сопнува“. Долгот од 7 милијарди евра, кој доспева во јули 2017 година, Грција сè уште не успеа да го финансира. Најголем дел од овој долг е финансиран од страна на ЕЦБ и ММФ. ММФ ја посочува нивната улога за помош во Грција како катастрофална. Интерно, тие грчкиот долг го водат како ненаплатлив. И покрај економските реформи и приватизацијата на одредени индустрии, Грција сè уште не успеа да ги намали трошоците за пензии во земјата, кои изнесуваат 13,3 % од грчкиот БДП. Упорниот став на Грција е дека нивната економија е премала за да може да се справи со износот на долг кој се очекува да го исплати. Дури и во случај Грција да успее целосно да ги имплементира сите реформи кои ѝ ги наложува ММФ, нејзината економија сè уште нема да стане доволно голема за да може да го отплати својот долг. Долгот на Грција во однос на БДП континуирано расте, дури и кога таа се обидува да врати дел од него.

Тука се поставува прашањето дали е паметно со Грција да се пристапи кон помек излез од ЕУ, кој би подразбирал останување на Грција во ЕУ и нејзин излез од еврозоната, при што би ѝ било достапно евентуално ослободување на дел од долгот, доколку е неопходно за да застане на нозе. Со напуштањето на еврото Грција би се вратила на старата валута (драхмата – која, можеби, би имала и ново име). Штом ќе почне да се издава, таа ќе претрпи пад во нејзината вредност во однос на еврото, а прашање е и колку брзо грчката влада ќе може да печати дополнителни пари. Брзото печатење пари во овој случај би било неопходно, затоа што во ваков случај ќе настапи масовно повлекување пари од грчките банки од страна на луѓето. Од друга страна, со излезот на Грција од еврозоната, Грците ќе ја изгубат привилегијата за финансиска помош во случај на ликвидносни проблеми од страна на ЕЦБ, која сега им служи како кредитор во крајна инстанца. Овој економски колапс би водел

кон социјални немири, кои од историските податоци знаеме дека можат да доведат од 45 % до 85 % девалвација на валутата. Според „Капитал економик“ (Capital Economics), падот на валутата ќе биде поблаг – околу 20 %, додека, според „Оксфорд економик“ (Oxford Economics), падот би бил околу 30 %. Грција ќе мора да почне сама да ја води својата монетарна политика, при што се очекува енормно брз пораст на цените и пораст на инфлацијата. Се смета дека овој пораст на инфлацијата би бил краткорочен, но со оглед на фактот што стапката на невработеност е над 20 %, Грција има слободна работна сила со која ќе може да произведе повеќе. Овие краткорочни ефекти се очекува да бидат брзи и ранливи, но, според „Oxford Economics“, на долг рок се смета дека напуштањето на еврозоната би бил вистинскиот избор за Грција. „Capital economics“ смета дека добро управуваниот излез на Грција од еврозоната дури може да заврши и со позитивен економски развој и за Грција и за остатокот на еврозоната.

4.6.6. Договорот на фискална стабилност во рамки на ЕУ и фискалната компактност како негов сегмент

Уште пред настанување на кризата, во октомври 2007 година, претседателот на Европската централна банка – Жан-Клод Тричет, во едно свое излагање на Универзитетот „Харвард“, ја истакна потребата од воведување фискални политики кои ќе важат за сите земји членки на ЕУ, како дел од интеграцијата на Европа во глобалната економија (Trichet, 2007). По настанување на кризата во еврозоната, во 2011 година се зачна идејата за формирање на Европска фискална унија, како долгорочно решение за справување со кризи од овој ранг во иднина. Во таа насока се наметна потребата од воведување нови поцврсти правила за одржување на подетална контрола на висината на јавниот долг и јавниот дефицит на земјите со цел да се осигури дека земјите не трошат над нивните оправдани можности. Во јуни 2012 година, претседателот на германската банка „Бундесбанк“ (Bundesbank) даде предлог за едно повисоко ниво на интеграција на ниво на Европската Унија со формирање на Европска фискална унија, односно формирање на тело кое ќе врши

зголемена контрола на буџетите на земјите членки. Како дел од оваа контрола би морало да се почитува правилото земјата членка да може да се реши на пораст на даноците и намалување на буџетот единствено во услови на фискална нерамнотежа. Во ноември 2012 година, претседателите на Европската централна банка, Европската комисија, Европскиот конзул и Еурогруп издале таканаречен *Блупринт* (Blueprint) извештај за подлабока и поавтентична Европска монетарна унија, нагласувајќи ги елементите на фискална унија кои треба да се остварат на краток, среден и долг рок. На краток рок – до 18 месеци, се очекувало доследно да се исполнуваат само постоечките правила во европската законска рамка како заеднички гаранции за отплата на долгови, пропратени со зголемување на координацијата и хармонизацијата на фискалните и економските политики во рамки на ЕУ. Од 18 месеци до 5 години се очекувало да се воведат заедничко издавање на европски записи на ниво на ЕУ со една година рочност. На долг рок се очекувало да се воведат заедничко издавање на еврообврзници со 10-годишна рочност. Ова би биле првите чекори кон поседување на заеднички долг во рамки на ЕУ и почитување на исти фискални правила и економски политики во рамки на Унијата. За да се овозможи имплементацијата на целите на краток рок, во март 2012 година сите земји членки на ЕУ (освен Чешка и Велика Британија) потпишале Договор за фискална стабилност. Договорот за фискална стабилност претставува меѓувладин договор воведен како нова построга верзија на Пактот за стабилност и економски раст. Договорот за фискална стабилност содржи шест дела. Првиот дел ја содржи целта на Договорот, а тоа е зајакнување на економскиот сегмент од економската и монетарна унија и укажува дека Договорот мора да биде во целост почитуван од сите земји од еврозоната. Вториот дел ја покажува врската на Договорот со законите во рамки на Европската Унија и останатите договори во рамки на Европската Унија. Третиот дел се однесува на фискалната компактност во рамки на ЕУ. Како дел од фискалната компактност се нагласуваат неколку правила кои земјите потписнички на Договорот мораат да ги исполнуваат, а тоа се: правилото за балансиран буџет, правилото за дозволена задолженост на земјата, автоматски корективен механизам во случај на нерамнотежи и слично. Четвртиот дел се однесува на координација на економската политика и конвергентност во насока на

подобрување на конкурентноста, пораст на вработеноста, финансиска стабилност, фискална издржливост, фискална координација и проширена соработка помеѓу земјите. Петтиот дел се однесува на раководење со еврозоната и воведување на редовни состаноци за водење на политиките – Евросамитот треба да се организира најмалку двапати годишно. Шестиот дел се однесува на финални клаузули во врска со ратификација и стапување на Договорот во сила.

Според Договорот за фискална стабилност, структурниот дефицит на годишно ниво се ограничи на 0,5 % од БДП. По пропустите од преткризниот период, Европската комисија ќе следи дали земјите ги почитуваат поставените лимити на јавна задолженост и буџетски дефицит и дали националните буџети на одредени земји ги ставаат во ризик останатите европски земји.

Согласно новиот Договор, владите мора однапред да ги поднесуваат нивните буџетски планови за наредната година до Европската комисија и до останатите земји членки на ЕУ на проверка и на одобрување, и тоа секоја година најдоцна до 15 октомври. Воспоставени се строги механизми на надзор за проверка дали земјите ќе ги исполнат нивните буџетски таргети, кои тие самите се обврзале да ги исполнат. Во случај на неисполнување на одобрените буџетски планови, доколку се процени дека е потребно, може да следат и соодветни санкции за земјата.

Со ова се надополнија недостатоците кои беа дел од поранешниот Пакт за стабилност и економски раст. Договорот имплементира построги ограничувања на владината потрошувачка и владиното задолжување, вклучувајќи автоматски санкции за земјите кои ќе ги прекршат правилата.

Но, јавните финансии не се единствениот домен кој треба да се следи за да се воспостави цврста економија во еврозоната. Должничката криза ја наметна потребата од нов пристап при регулација на финансиските услуги, како и потребата за подобро мониторирање на развојот на финансиските пазари. Воспоставени се и нови инструменти за надзор со цел да се обезбеди дека земјите од еврозоната ги прифаќаат економските политики, дека овозможуваат конкурентност и промовираат раст и отворање на нови работни места.

Како надополнување на потребата од зајакнување на фискалните правила, ЕУ вовеле нова рамка за следење и навремена корекција на макроекономските

нерамнотежи. Целта е да се детектира ризичниот развој на настаните, како, на пример, настани поврзани со меури на одредени средства и слабеење на конкурентноста, пред тие да станат закана за стабилноста на некоја земја членка на ЕУ, на еврозоната или на ЕУ во целост.

Според тоа, Европската комисија редовно ги следи потенцијалните макроекономски нерамнотежи (особено во областите како што се: пазар на труд, цени на недвижности, невработеност). Земјите кои покажуваат потенцијално загрижувачки трендови се подложни на подлабоки анализи. Доколку се открие некоја позначајна нерамнотежа, засегнатата земја се бара да преземе акција за да го спречи понатамошното влошување на ситуацијата. Доколку нерамнотежата е прекумерна, земјата мора да преземе акција за коригирање на настанатата ситуација. Почитувањето на правилата од страна на земјите членки на ЕУ е заштитено со санкционен механизам.

Развојната стратегија на ЕУ за оваа декада се нарекува Европа 2020 и е со основна цел да се постигне паметна, умерена и целокупна економија. Со овие три меѓусебно поврзани приоритети земјите од ЕУ се трудат да воспостават високи нивоа на вработеност, продуктивност и социјална кохезија. За да се измери напредокот кон овие цели, ЕУ има поставено сет од пет амбициозни планови за реализација до 2020 година, и тоа: вработеност, иновации, образование, социјална припадност и климатско-енергетска политика. Секоја земја има прифатено свои сопствени национални цели во секоја од овие пет области. За остварување и имплементација на овие цели ќе помогнат и активностите на ниво на ЕУ, активностите на националните нивоа на земјите, како и структурните фондови за земјите од ЕУ.

4.6.7. Издавање еврообврзници

Нареден чекор на економска интеграција во ЕУ на подолг рок е заедничкото издавање на еврообврзници на ниво на ЕУ. Голем број инвеститори и економисти сметаат дека најдобар начин за справување со должничката криза е токму преку

издавање еврообврзници на ниво на ЕУ, иако нивното воведување во услови на тесна финансиска и буџетска координација би барало промени во правилата на функционирање на ЕУ. Уште на 21 ноември 2011 година Европската комисија предложи заедничко издавање на еврообврзници за сите 17 земји членки на еврозоната, како ефективен начин за справување со кризата. Ваквиот план би бил поврзан со цврст фискален надзор и координација на економската политика, како суштинско правило за избегнување на морален hazard и за обезбедување доволно ниво на јавни финансии.

Германија засега е против овој предлог за колективно преземање на долгот на земјите кои имаат огромни буџетски дефицити и кои во изминатите години прекумерно позајмуваа пари, наведувајќи дека еврообврзниците само ќе ги зголемат обврските на ниво на ЕУ.

4.6.8. Формирање Европска фискална унија

Прашањето дали ќе се остане само на ова ниво на економска интеграција во рамки на ЕУ со воведувањето на Договорот за фискална стабилност или ќе се продолжи понатаму со повисоко ниво на интеграција, преку формирање на Европска фискална унија, сè уште останува отворено прашање.

Германската канцеларка Ангела Меркел во 2014 година изјави дека една проширена политичка и фискална унија на Европа би ѝ отворила уште поголеми можности за надзор. Сепак, Германија сè уште се плаши дека фискалната унија би значела унија на буџетски трансфери каде што трансферите би оделе само во еден правец – од Германија кон Јужна Европа.

Бери Ајхенгрин потребата од фискална унија во рамки на Европа ја оправдува со случајот на САД. Тој вели: „Монетарната унија од 50 држави во рамки на САД функционира беспрекорно само поради тоа што САД поседуваат федерален фискален систем кој врши трансфер на ресурсите од државите во кои има експанзија кон државите кои привремено се соочуваат со депресија“ (Eichengreen, 2014).

Оливиер Бланчард, кој поминал осум години во битка со најтешката глобална финансиска криза во историјата како главен економист на ММФ, во октомври 2015 година за весникот „Телеграф“ (The Telegraph) изјавил дека фискалната унија не е „панацеа“ – лек за сè. Дури и да дојде до формирање на фискална унија, тоа не значи дека еврото ќе функционира беспрекорно и дека со тоа засекогаш ќе се решат проблемите во системот. И кој било механизам, кој би трансферирал средства од посилните кон послабите нации, само би ги прикрил фундаменталните конкурентностни проблеми кои секогаш ќе постојат помеѓу земјите членки (Khan, 2015).

Некои економисти истакнуваат дека еврозоната е нетипична економска унија поради тоа што монетарната политика е водена централизирано (на ниво на Европа) од страна на Европската централна банка, додека фискалната политика е водена периферно (на ниво на секоја земја членка поодделно). Оттука, за иднината на еврозоната постојат две опции – или да се унапреди во фискална унија или да се распадне и самата монетарна унија (Bordo et al, 2011).

Според видувањата на врвни економисти предводени од Ричард Болдвин (2016), во какво било сценарио за воведување фискална унија во Европа, повеќето од владините функции и капацитети на поодделните држави ќе мора да останат национални. Еврозоната не може да се споредува со САД во поглед на интеграцијата. САД постигнале фискална унија уште во раниот развој на државата, а во еврозоната секоја земја веќе има премногу високи нивоа на јавна потрошувачка и оданочување. Според тоа, евентуалната фискална унија во Европа би имала неколку главни цели и приоритети преку кои би ја надолжувала монетарната унија, а тие се:

- обезбедување спогодба која ќе овозможи фискална стабилизација на ниво на еврозоната во целина;
- обезбедување ресурси кои ќе можат да се спротивстават на појавата на систематска финансиска криза (без разлика дали станува збор за банкарска криза или за должничка криза).

Според овие автори, постоењето на фискална унија е предуслов за добро функционирање на европските капитални пазари и за функционирање на Европската банкарска унија. Единствено што таа евентуална фискална унија би била во некоја нетипична модифицирана форма, прилагодена за да делува успешно во рамки на унијата, а, сепак, државите и сами да имаат некакво ниво на слобода во водењето на националните политики во сопствените земји.

4.6.9. Опоравување на европските банки и воведување авторитет за излез од криза

Има проценки дека загубите кои ги имаат претрпено европските банки за време на кризите од 2008 и 2010 година достигнуваат 1 трилион евра. Европската комисија (2011) во периодот од октомври 2008 година до октомври 2011 година одобри 4,5 трилиони евра финансиска помош за банките, сума која во себе ја содржи вредноста на рекапитализациите финансирани од страна на даночните обврзници, како и јавните гаранции на банкарските долгови. Од оваа причина, некои економисти, како што се Џозеф Штиглиц и Пол Кругман, наведоа дека Европа не страда само од должничка криза, туку и од банкарска криза.

На 6 јуни 2012 година Европската комисија (2012) го прифати предлог-законот за хармонизирано опоравување на банките и воведување механизам за излез од криза. Предложената рамка ги наведува неопходните чекори и моќ за обезбедување дека банкарските грешки низ Европската Унија ќе бидат менаџирани на начин на кој би се избегнала финансиска нестабилност. Новата правна рамка би им дала моќ на земјите членки загубите произлезени од банкарски неуспех да можат да ги пренесат на имателите на обврзници со цел да ги намалат трошоците на даночните обврзници. Овој предлог е дел од новата шема по која банките ќе бидат принудени да ги наметнат трошоците од нивниот пад врз нивните кредитори, што како основна цел има во иднина да ги спречи обидите за излез од лошата состојба на сметка на даночните обврзници. На јавните власти, исто така, ќе им биде дадена моќ да можат да ги заменат менаџмент-тимовите на банките уште пред да дојде до нивна пропаст.

Секоја институција од 2018 година би била обврзана да издвои најмалку еден процент од депозитите покриени со нивните национални гаранции за да одат во специјален фонд за финансирање на излезот од банкарска криза.

4.6.10. Формирање Европски монетарен фонд

На 20 октомври 2011 година Австрискиот институт за економски развој издаде статија во која е даден предлог за трансформирање на Институцијата за европска финансиска стабилност (ЕФСФ) во Европски монетарен фонд (ЕМФ) (Schulmeister, 2011), кој ќе им обезбеди на владите на земјите членки фиксни каматни стапки на еврообврзниците по стапка благо под среднорочниот економски раст (во номинална смисла). Овие обврзници не би биле наменети за тргување, туку би биле само држени од страна на инвеститори од ЕМФ и би можеле да се ликвидираат во секое време. На овој начин ЕМУ би постигнала силна позиција кон финансиските инвеститори, исто како што ФЕД (FED) во САД неограничено ги покрива владините обврзници. За да обезбеди фискална дисциплина и покрај слабиот пазарен притисок, ЕМФ би функционирал врз основа на стриктни правила, обезбедувајќи средства само за земјите кои ги исполнуваат фискалните и макроекономските критериуми. Владите на кои им недостигаат цврсти финансиски политики би биле принудени да се потпрат на традиционалните (националните) владини обврзници со помалку атрактивни пазарни стапки.

Економетриските анализи од 2014 година покажуваат дека доколку краткорочните и долгорочните каматни стапки во еврозоната би се стабилизирале на 1,5 % и 3 % соодветно, БДП во еврозоната би пораснал 5 процентни поени над планираната вредност за 2015 година. Во исто време, нивоата на задолженост на земјите би биле значајно пониски. Така, на пример, нивото на долг на Грција би паднало под 110 % од БДП, што е повеќе од 40 процентни поени под планираното сценарио со нивоа на каматни стапки базирани на пазарот. На овој начин банките повеќе не би биле во

можност да остваруваат прекумерни профити преку нискокаматно позајмување од ЕЦБ и инвестирање на владини обврзници со високи стапки на принос (ИМК, 2011).

4.6.11. Формирање на банкарска унија во рамки на Европската Унија

Економската и финансиската криза покажаа дека банкарскиот систем на ЕУ е подложен на шокови. Проблемот кај една банка лесно може да се прошири кон останатите, притоа погодувајќи ги депозиторите, инвестициите, како и економијата во целост. Стана јасно дека за земјите кои го користат еврото како валута, и притоа се карактеризираат со големо ниво на меѓусебна поврзаност, неопходна беше подлабока интеграција на нивните банкарски системи. Како одговор на ова, ЕУ и нејзините земји членки мораа да ја зајакнат супервизијата во финансискиот сектор. Прв чекор беше формирањето на банкарска унија, која ќе се состои од единствени централизирани механизми за супервизија и реструктурирање на банките, притоа обезбедувајќи финансиска стабилност и раст во еврозоната. Раководителите на владите и државите од ЕУ се обврзаа да воспостават банкарска унија во јуни 2012 година, како одговор на новонастанатата должничка криза во еврозоната. Главни мотиви за формирање на банкарска унија беа ранливоста на голем дел од банките од еврозоната и постоењето на еден магичен круг помеѓу кредитните услови кои важеле за овие банки и кредитната задолженост на нивните домашни економии. Во некои европски земји приватните долгови од банкарскиот сектор, кои произлегуваа од меури на недвижности, беа трансферирани во задолжености на државите од кои тие банки потекнуваат. Целта на банкарската унија е да го направи европскиот банкарски сектор потранспарентен, унифициран и посигурен. Европскиот банкарски сектор ќе биде потранспарентен преку континуирано воведување правила и административни стандарди за супервизија, заздравување и донесување одлуки во врска со банките. Економскиот банкарски сектор ќе биде поунифициран преку еднаков третман на националните банкарски активности и банкарските активности надвор од границите на земјите, како и преку разделување на врската помеѓу финансиското здравје на банките и земјата во која тие се лоцирани. Европскиот

банкарски сектор ќе биде посигурен доколку на време, уште во рана фаза се интервенира во случај банката да има некој проблем со цел да ѝ се помогне да не пропадне, а доколку е неопходно и на време да се пристапи кон ликвидација на банката. Банкарската унија ќе важи за сите земји од еврозоната, а дополнително кон неа ќе можат да се приклучат и земји надвор од еврозоната.

Според Европската комисија (2014), банкарската унија од 2014 година се состои од два главни сегмента:

1. Единствен механизам за супервизија – CCM (SSM).
2. Единствен механизам за донесување одлуки – CPM (SRM).

Единствениот механизам за супервизија и Единствениот механизам за донесување одлуки се базирани на „единствена книга на правила“ во рамки на Европската Унија, односно се базирани на единствена финансиска регулативна рамка. Според Европскиот банкарски авторитет (2016), единствената книга на правила главно се состои од четири главни правни рамки:

1. Директива за опоравување и разрешување на банките.
2. Директива за капитални барања.
3. Регулатива за капитални барања.
4. Директива за шеми на гаранции на депозити.

Единствениот механизам за супервизија CCM (SSM) е нов систем на банкарска супервизија во рамки на еврозоната. Тој ги поврзува Европската централна банка со националните супервизорски тела на земјите членки. Целта е да се изгради цврста финансиска рамка која ќе важи за цела ЕУ како за еден единствен пазар. Регулацијата на финансискиот пазар не е доволна и е безначајна доколу не постои добра супервизија, која ќе го контролира прифаќањето и спроведувањето на регулативната рамка. Според тоа, постоењето на цврста и единствена регулативна и супервизорска рамка во еврозоната е клучна за заштита од кризи во иднина.

Единствениот механизам за донесување одлуки CPM (SRM) го надополнува CCM (SSM). Овој механизам претставува сет од правила со кој на централизиран начин ќе се обезбеди јасно и конзистентно донесување одлуки во рамки на еврозоната. Неговата главна цел е да се обезбеди ефикасно донесување одлуки во врска со

банките кои пропаѓаат, со минимални трошоци за даночните обврзници и за реалната економија. ЕЦБ, како главен супервизор, ќе има клучна улога во детектирањето дали една банка пропаѓа или има потенцијал да пропадне.

Како дел од реформите воведени со цел да се имплементира банкарската унија беа поставени три европски супервизорски тела со цел да помогнат при координацијата на работата на националните регулатори од различните земји членки и да обезбедат конзистентно воспоставување на правилата на ЕУ во сите земји членки. Овие тела се:

1. Европскиот банкарски авторитет – ЕБА (ЕВА), кој врши банкарска супервизија, вклучително и супервизија на рекапитализацијата на банките.
2. Европскиот авторитет на хартии од вредност и финансиски пазари – ЕСМА (ESMA), кој врши директна супервизија на пазарите на капитал, притоа почитувајќи ги насоките на кредит рејтинг-агенциите и правилата на пазарите.
3. Европскиот осигурителен и пензиски авторитет – ЕИОПА (ЕИОРА), кој врши супервизија во доменот на различните видови осигурување.

Европската финансиска супервизија е воведена со цел да осигури дека банките се подобро капитализирани, дека банките се однесуваат одговорно и дека се во можност да позајмуваат пари преку издавање кредити на населението и на бизнисите. На овој начин ЕУ обезбедува дополнителна сигурност дека депозитите на населението се заштитени, а даночните обврзници не се принудени да плаќаат поголеми даноци со цел да спречат банкрот на банките.

Депозиторите од цела ЕУ ќе бидат позаштитени. Преку воведување на речиси 30 дополнителни мерки, ЕУ работи на тоа да изгради поефективен финансиски сектор, базиран на појаки и полесно прилагодливи банки, како и поцврста регулативна и супервизиска рамка.

Исто така, во иднина централно ќе бидат донесувани одлуките како земјите членки да постапат при евентуална закана за банкрот на некоја од нивните банки врз основа на сет од правила поставени во насока да се минимизираат трошоците на даночните обврзници.

Европската централна банка (ЕЦБ) , како независно тело за водење на монетарната политика во рамки на еврозоната, одигра многу важна улога за справување со кризата преку воведување на иновативни политики во клучните моменти. Преку нејзината одлука да им позајмува пари на банките од различните земји членки во неограничен износ колку што им е потребен, по ниски каматни стапки, во рок од три години, помогна да се врати довербата во банкарскиот систем и да се смират пазарите, уверувајќи ги дека банките ќе бидат во можност да ги покријат нивните краткорочни обврски.

Кога финансиските пазари станаа толку нефункционални што почнаа да бараат нереално високи каматни стапки за позајмување на владите од земјите од ЕУ, ЕЦБ воведо нова програма – Отворена монетарна трансакција (ОМТ), преку која таа ветува дека ќе откупува државни обврзници од земјите членки кои се погодени од криза, и тоа по пристапни каматни стапки. На овој начин ЕЦБ покажа дека таа може да води програма на економски реформи во рамки на еврозоната во согласност со Европскиот механизам за стабилност.

И покрај тоа што досега ниедна земја нема побарано да се искористи ОМТ-програмата, нејзиното постоење како опција за земјите помогна за смирување на финансиските пазари и за враќање на довербата.

4.6.12. Краткорочни мерки преземени од страна на ЕУ за справување со должничката криза

За да им помогне на земјите кои беа најзасегнати од должничката криза, ЕУ одговори многу брзо, и тоа преку воведување на два привремени фонда за финансирање: Европскиот механизам за финансиска стабилност (EFSM) и Европскиот фонд за финансиска стабилност (EFSF). Овие два фонда имаа вкупен капацитет на позајмувачка моќ од 500 милијарди евра.

Поради тоа што овие два фонда беа од привремен карактер, есента 2012 година ЕУ воведо серија мерки за финансиска поддршка на земјите засегнати од кризата, и тоа преку Европскиот механизам за стабилност (EMS).

Европскиот механизам за стабилност претставува интегрален дел од стратегијата на ЕУ за обезбедување финансиска стабилност во еврозоната. Неговиот капацитет на позајмувачка моќ е поставен на 500 милијарди евра, а условна финансиска помош би им била достапна на тие земји кои се соочуваат со закана за нивната стабилност, координација и раководење.

На овој начин ЕУ на земјите кои беа најзасегнати од големиот пораст на каматните стапки им обезбеди брзо кредитирање. Европската централна банка, исто така, делуваше на намалување на каматните стапки, во некои случаи преку купување државни обврзници и приватни долгови и обезбедувајќи нискокаматни кредити во износ од над 1 трилион евра со цел да обезбеди ликвидност на европскиот банкарски сектор.

Во случајот на Грција, земјите членки на ЕУ се согласија да отпишат околу 50 % од вредноста на атинскиот долг, како и да обезбедат серија од кредити со цел да ја одржат грчката влада солвентна. И покрај бројните дискусии околу грчкиот долг, грчката криза веќе седма година сè уште нема знаци да се разреши.

Во случајот со Кипар, ЕУ вовеле нов концепт на справување со кризата на тој начин што кредиторите и депозиторите на една несолвентна банка се очекуваше да ѝ помогнат да си го обнови капиталот преку отстапување на процент од нивните побарувања. Оттогаш, овој концепт е дел од законодавството на ЕУ. Депозиторите и кредиторите мораат да отпишат 8 % од нивните побарувања пред јавните средства да се искористат за реструктурирање на капиталот на банката која пропаѓа.

4.7. Одржливоста на проектот „Евро“

Еврот е официјална валута на целата еврозона, која во 2016 година е содржана во 19 од вкупно 28 земји членки на ЕУ. Еврот е втора валута по чување резерви и втора најтргувана валута во светот, веднаш по американскиот долар. Од август 2014 година еврото се наоѓа на прво место во светот според тоа колку заеднички банкноти и метални пари се пуштени во оптек, надминувајќи ги американските долари во оптек (Lai, 2016).

Името **евро** е официјално смислено на 16 декември 1995 година, а еврото е воведено како сметководствена валута на светските финансиски пазари на 1 јануари 1999 година. Евро банкнотите и евро металните пари се пуштени во оптек на 1 јануари 2002 година. И 14 години по пуштање на еврото во оптек, тоа останува успешна валута. Еврото стана симбол на Европа, кој од граѓаните од еврозоната е прифатен како еден од најпозитивните резултати од европската интеграција.

Но, од 2010 година еврото се соочи со европската должничка криза, која доведе до потреба од воведување на Институција за европска финансиска стабилност (EFSF), како и останати реформи донесени со основна цел да се стабилизира валутата. Германската канцеларка Ангела Меркел оправдано изјави дека кризата во еврозоната е најголемиот тест со кој се соочува Европа после потпишувањето на Договорот од Рим од 1957 година (Booker, 2010).

Кризата во еврозоната не е само должничка криза на европскиот финансиски систем, туку таа е и криза на довербата во пазарот на обврзници и криза на растот на европскиот континент во целост.

Кризата на доверба е изразена преку недовербата на меѓународните инвеститори во купувањето на државен долг од одредени делови од Европа, притоа зголемувајќи ги трошоците за позајмување на одредени земји и фирми до неодржливи нивоа. Иако довербата може да опадне во секој момент, оваа криза се смирува. Изјавата на ЕЦБ од септември 2012 година дека е подготвена да купи неограничени износи државен долг од земјите кои ги имаат исполнето условите поставени од страна на Европскиот механизам за стабилност (EMS), предизвика смирувачки ефект на пазарот (Draghi и Constancio, 2012).

Но, и покрај сè, должничката криза останува нерешена. Должничката криза се јавува кога постечкото ниво на долг е превисоко за да може да се отплати во целост. Клучот кон излез од кризата е определување кој што ќе плати, на кого нема да му се плати. Економистите често дискутираат дали овие чекори би биле помалку болни доколку се преземат брзо и нагло. И покрај реструктурирањето на долгот на Грција и реструктурирањето на банкарските долгови во Шпанија и Ирска, земјите членки на Европската Унија масовно ги одложија ваквите одлуки. Доколку овој став би се изнел на почетокот на кризата, можеби би се спасиле финансиските системи на

погодените земји од соочување со уште поголеми проблеми, но денот кога ќе се изврши финалната пресметка не може да се одложува засекогаш.

Основата за изнаоѓање решение на овој проблем е веќе поставена преку серија чекори, кои голем дел од спорниот долг ќе го пренесат во рацете на националните влади, ЕЦБ и Европскиот фонд за спасување. Ова повлекува дел од долгот да биде простен, а јавниот сектор да ја плати сметката. Но, преговорите околу тоа кои влади би платиле и дали ЕЦБ, исто така, би платила се многу болни.

Во однос на кризата на растот на Европа, во моментот сè уште нема решение. Ефектите од оваа криза се положи во периферните делови на Европа. Во периодот од 2008 до 2012 година БДП на Грција опадна за повеќе од 20 проценти, а БДП на Шпанија, Ирска и Италија за речиси 7 проценти (Liargovas, 2012). Поради тоа што 40 проценти од германскиот извоз и 60 проценти од францускиот извоз оди кон еврозоната, континенталниот раст е депресиран, а предвидувањата на ЕЦБ за раст на БДП во 2014 година се сведуваат на само еден процент (Hall, 2013). Како одговор на ова Европската Унија тврди дека нејзината стратегија за раст е базирана на два дела: фискална програма, која ќе ја прифатат повеќето земји членки со цел да ги балансираат нивните буџети, и програма за структурна реформа, која ќе ја зголеми конкуренцијата на пазарите за производи и труд. Но, ниеден од овие чекори нема голема реална вредност на краток рок. Како што неодамна изјавија од ММФ, фискалните мерки за штедење предизвикуваат поголеми проблеми во Јужна Европа. Во некои земји, буџетските кретења кои се воведени со цел да се намали процентот на јавен дефицит во однос на БДП, всушност, толку многу го имаат намалено БДП, што дури го имаат зголемено уделот на долгот во однос на БДП. Иако структурните реформи на долг рок можат да ги направат земјите поефикасни, надежта дека на краток до среден рок ќе се врати растот на економијата во нормала претставува чудо. Софистицираните европски влади се свесни за сето ова, но, сепак, во отсуство на друга алтернатива продолжуваат со примена на строгите мерки за штедење.

Сè уште не е јасно дали Шпанија, Португалија и Грција би можеле да напредуваат во рамки на Унијата со една валута. Тие сè уште немаат цврста институционална база за производство со висока додадена вредност, а нивните сектори со ниски плати се соочуваат со нефлексибилната конкуренција од страна на светски поразвиените

економии. Монетарната унија само им отежнува да достигнат раст воден од побарувачка.

Но, сè уште е рано да се предвиди дека монетарната унија ќе се распадне. За Европејците единствената валута не претставува само едноставен поволен економски аранжман. Единствената валута е симбол на интегрирана Европа за кој се приврзани сите земји. Ова е клучната точка која честопати се занемарува во сите сувопарни економски анализи на институционалната поставеност на монетарната унија. Кога има волја, политичката елита на Европа често наоѓа и начин за справување со ситуацијата, дури и кога тоа бара долготрајни преговори и тешки компромиси.

Многумина сакаат монетарна унија без мерки за штедење. Но, тоа во моментот не е опција, особено за западноевропските земји и за пазарите на обврзници. Дури и со поголема помош од западните земји, не е јасно дали политичките системи на јужноевропските земји ќе продолжат со владините мерки потребни за враќање на монетарната унија на вистинскиот пат на економски раст. Со оглед на тоа што монетарната унија од секогаш била политичка конструкција, веројатно, нејзината иднина лежи во способноста на политичките капацитети на европските земји да ја реконструираат унијата, а со тоа и да го одржат проектот „Евро“.

4.8. Потенцијалните последици од должничката криза врз другите економски велесили (САД, Кина, Јапонија)

Несомнено е дека должничката криза во еврозоната има влијание и врз американската економија. Ова влијание може да се согледа од повеќе аспекти. Прво, доколку инвеститорите ја изгубат довербата во иднината на еврозоната, би било потребно поголемо прилагодување на тековната сметка, што би довело до ослабнување на валутата евро. Депресијацијата на еврото би довела до намалување на американскиот извоз во еврозоната, а зголемување на американскиот увоз од еврозоната, што би придонело до пораст на американскиот трговски дефицит.

Второ, цврстата врска помеѓу економиите на САД и ЕУ може да придонесе финансиската нестабилност од ЕУ брзо да се пренесе врз економијата на САД. САД имаат големи финансиски инвестиции во ЕУ. ЕУ е најголемиот трговски партнер на САД и тие секоја година меѓусебно разменуваат по стотици милијарди долари. Широката финансиска нестабилност во ЕУ може да влијае на трговијата и на растот во регионот, што, пак, би можело да влијае на американската економија. Од друга страна, Америка може да стане поатрактивна за инвеститорите од ЕУ, а тоа да ги охрабри капиталните текови од ЕУ кон САД. Во секој случај, сè додека кризата е концентрирана во Португалија, Ирска, Италија, Грција и Шпанија ефектите од неа врз САД ќе бидат помали отколку во случај на нестабилност во целата еврозона. Трето, иако најголемиот дел од грчкиот долг е поседуван од страна на еврозоната (над 80 %), американските кредитори се изложени на 14,1 милијарди долари грчки долг. Иако тоа не е мал износ на пари, релативната големина на изложеноста на американските инвеститори кон грчките обврзници е премала за евентуалниот банкрот на Грција да има значајни (сигнификантни) ефекти врз економијата на САД. Четврто, глобалната рецесија ги влоши буџетските позиции на владите на голем број земји. Некои економисти тврдат дека кредитните пазари можат да трпат поради големината на проблемот со должничката криза, поради големиот број земји зафатени од кризата и поради големината на буџетските дефицити на погодените земји. На пример, некои економисти сметаат дека постојат сличности помеѓу финансиската состојба на Грција и САД, така што грчката тековна должничка криза на некој начин претскажува со што би можеле САД да се соочат во иднина. Сепак, други економисти тврдат дека оваа аналогичност е слаба, бидејќи САД за разлика од Грција имаат флукуирачки девизен курс и нивната сопствена валута – доларот е резервна валута, што ги намалува притисоците поврзани со порастот на нивото на долг на земјата. Петто, постои дебата и дека нерамнотежите во тековните сметки во рамки на еврозоната (дефицити кај едни земји, суфицити кај други земји) се слични со нерамнотежите помеѓу САД и Кина, со што повторно се нагласува како во една глобализирана економија економските политики од една земја можат да влијаат на економиите на останатите земји. Тука

се наметнува потребата од меѓународна економска соработка и координација со цел да се постигне меѓународна финансиска стабилност.

Во секој случај, глобалната должничка криза на некој начин се сведува на една борба помеѓу економиите кредитори, кои располагаат со големи трговски суфицити и стапки на штедење (пред сè Кина и Германија), и економиите со големи трговски дефицити и стапки на задолженост (како што се САД и задолжените економии од ЕУ).

Тековната фискална траекторија на САД станува загрижувачка и неодржлива на долг рок. ММФ (2015) изјави дека состојбата особено е влошена откако долгот на САД во однос на БДП надмина 100 %.

САД претставуваат главен пазар за кинеските извозни производи, а потоа од Кина позајмуваат долари кои ги потрошиле на овие производи со цел да си го финансираат сопствениот дефицит во платниот биланс. САД се обидуваат да ја искористат зависноста на Кина од нивниот огромен домашен пазар, како и предноста што го има доларот како глобална резервна валута, со цел да ја принудат Кина да го сервисира нивниот голем трговски дефицит. Оваа врска им овозможува на САД да ја одржат и јавната потрошувачка и растечкиот јавен долг, а на тој начин да ја избегнат ненадејната потреба од фискално прилагодување, кое би ја довело економијата до пад од огромни размери.

Сепак, потребата за отплата на долгот и одржување на растот преку зголемување на извозот ги доведе САД и Кина до континуирана меѓусебна девалвација на нивните валути, со што се зголемува и притисокот на валутите на останатите конкурентски земји. САД почнаа да ја обвинуваат Кина дека манипулира со својата валута. Кина, пак, им се закани на САД дека ќе ги намали кинеските инвестиции во САД и почна да им наметнува идеја за нова валута за нејзините девизни резерви.

Кина, слично како и Германија, смета дека земјите кои се увознички на нејзините производи треба да продолжат да купуваат од нивните производи, но истовремено и да престанат со неодговорното позајмување пари. Банките имаат голем непосреден интерес во моменталната отплата на огромниот меѓународен јавен долг, бидејќи јавната потрошувачка е она што ги одржува нив во живот. Но, банките се толку многу оптеретени со долгови, така што технички остануваат да функционираат

несолвентни, благодарейќи на тоа што нивните национални влади виртуелно им пуштаат во оптек стотици милијарди долари бесплатно. Единствениот начин по пат на кој можат да остварат профит, во услови на намалена побарувачка за пари на компаниите и домаќинствата, е со позајмување на истите тие бесплатно добиени пари од страна на владата, по огромни каматни стапки, преку купување државни обврзници. Овој профит не се рециклира назад во економијата преку позајмици, туку оди преку владата надвор од домашната економија за отплатување на јавниот долг или за шпекулативни портфолио-инвестиции во Латинска Америка или во Југоисточна Азија. Иако државниот долг постојано се зголемува, со цел банките да се одржат во живот тие поттикнуваат настанување на нови меури, како што е станбениот меур во Кина.

Но, дури ни големите државни субвенции не можат да го спречат понатамошниот колапс на банкарскиот сектор. ММФ особено го загрижува влијанието на рецесијата на американскиот пазар на недвижности, изразено преку растечката стапка на поништување на правото за ослободување на хипотека, опаѓачките цени на домовите и порастот на случаите кога повеќе чини кредитот кој мора да се врати отколку што е вредноста на недвижноста со која се гарантира отплатата на тој кредит.

Кинеската економија, исто така, е под големо влијание на должничката криза во еврозоната како резултат на тоа што Европа е еден од најголемите трговски партнери на Кина. Европската должничка криза има влијание врз Кина главно преку каналот на надворешна трговија. Како резултат на тоа, извозот на Кина во Европа, во однос на вкупниот нејзин извоз, е видливо намален. Со пролонгирањето на кризата во еврозоната дојде до намалување на европската побарувачка, а стеснетата фискална политика, како потенцијално решение за излез од кризата, уште повеќе ја намали европската побарувачка. Намалената европска побарувачка води кон намалување на увозот во Европа од странство. Од друга страна, намалувањето на увозот на Европа значи и намалување на извозот на Кина кон Европа. Влијанието на кризата во еврозоната е поголемо врз извозот на Кина отколку врз нејзиниот увоз, а ќе биде сè поголемо колку повеќе земји од еврозоната ќе бидат вклучени во должничката криза. Всушност, со намалувањето на извозот на

Кина кон Европа дојде и до намалување на производството во Кина. Сите сектори од кинеската економија во различна мера се засегнати од должничката криза во еврозоната, а најзасегнати се оние кои вршат интензивен извоз кон Европа. Преку сите засегнати економски сектори кризата предизвика значаен негативен шок на целокупната кинеска економија и на нејзината меѓународна трговија, што, пак, доведе до намалување на богатството на Кина. Сепак, Кина со водење соодветна политика може да ги ублажи овие негативни ефекти од должничката криза од Европа.

Но, овие ефекти на должничката криза од еврозоната не се ограничија само на Кина, туку од Кина беа пренесени и низ цела Азија. Азија се соочи со намалување на економската активност.

Од друга страна, со намалувањето на вредноста на еврото, како резултат на должничката криза во еврозоната, дојде до пораст на вредноста на јапонскиот јен. Порастот на вредноста на јапонскиот јен, заедно со намалената економска активност на азискиот континент и поплавите во Тајланд од 2011 година (кои предизвикаа многу јапонски поседувани плантажи од Тајланд да го сопрат своето производство), доведоа до големо влошување на јапонскиот трговски биланс, кој влезе во алармантна црвена зона. И салдото на тековната сметка на Јапонија почна да се движи во истата насока. Доколку дефицитите во платниот биланс на Јапонија продолжат да растат, финансиските пазари може да преземат уште поголеми критики кон јавниот долг на Јапонија, кој изнесува над 200 % од јапонскиот БДП. Неопходно е Јапонија да ја намали јавната потрошувачка, да ги зголеми јавните приходи и да се обиде да го одржи порастот на својата економија. Сепак, ова ниво на долг во однос на јапонскиот БДП не е толку застрашувачко како што изгледа поради тоа што јавниот долг на Јапонија е изразен во нивната валута јен, така што Јапонија може во секое време да се одлучи да испечати поголемо количество пари за да покрие дел од тој долг. Но, печатењето пари може да ја доведе Јапонија до инфлациска криза и пад на јапонскиот животен стандард. Друга причина што ја разликува Јапонија од останатите земји со висок процент на долг во однос на БДП е тоа што најголем дел од јапонскиот долг е поседуван од страна на јапонската влада, јапонските банки, јапонските пензиски фондови и јапонското

население, па поради тоа каматата која се плаќа на јапонските државни обврзници во голема мера претставува механизам за трансфер на богатството од еден сегмент од Јапонија во друг, а нивото на каматните стапки ја определува големината на овој трансфер.

Економистите твдат дека доколку јапонската влада не се одлучи да ги зголеми даноците на потрошувачка од тековните 8 % на 15 %, јапонската економија ќе страда од фискална криза во периодот помеѓу 2021 и 2023 година (Matthews, 2015). Причината за тоа е фактот што Јапонија се соочува со демографски проблеми повеќе од две декади, има ниска стапка на наталитет и културна аверзија кон имиграција, што значи дека работоспособното население се намалува по алармантна стапка, додека неработното население (пензионирани и лица кои бараат скапа здравствена нега) е во пораст. Поради овие факти, добро познатата висока стапка на штедење на Јапонија ќе почне да опаѓа, а јапонската јавност веќе нема да биде во состојба да го апсорбира големиот износ на јавен долг.

Пол Кругман смета дека тотално е неекономски да се размислува за евентуалната инфлациска криза што ќе ја зафати Јапонија шест-седум години од сега, кога Јапонија, денес, се соочува со реален проблем на стагнација на економскиот раст и со дефлација (Matthews, 2015).

Што ќе се случи со Јапонија останува да видиме во годините што следуваат, а САД и ЕУ мораат особено да се внимателни околу настаните во Јапонија, бидејќи лесно може да дојде до повторно прелевање на ефектите и зачнување нови кризи и на другите континенти.

4.9. Влијанието на глобалната должничка криза во балканските земји

Должничката криза во еврозоната и во Грција сè уште е во тек, а излезот од кризата сè уште е непознат. Тоа што е јасно е фактот дека двете димензии на кризата ќе имаат длабоко и долготрајно влијание врз балканските земји, како и на нивниот влез во ЕУ. Високата евроизација на балканските економии значи и многу

висока подложност на должничката криза од еврозоната. Поради големата меѓусебна поврзаност и меѓузависност, должничката криза во еврозоната и во Грција ги модификува условите под кои ЕУ би се проширувала со нови земји членки.

За повеќето земји од Балканот, периодот од 2003 до 2007 година беше еден од најдобрите во последните дваесетина години, со годишна стапка на пораст на БДП од околу 6 % (Panagiotou, 2013). Пред кризата, балканските земји достигнаа значаен напредок во смисла на економски раст, макроекономска стабилност и прилив на странски директни инвестиции и прогресивно се движеа по патот на транзиција. Сите овие позитивни фактори овозможуваа полесно да се продолжи со реформите и да се направи напредок кон остварување на конвергентните критериуми зададени од страна на ЕУ.

Европската должничка криза, како и, поконкретно, грчката должничка криза создадоа нови, негативни состојби и услови под кои ќе се спроведува процесот за пристап во ЕУ. Како што беше дискутирано погоре, како резултат на исклучително високата меѓузависност на повеќето балкански економии со оние од еврозоната, европската криза, а особено пропаѓањето на грчката економија, имаа штетни последици врз економиите од регионот во смисла на макроекономска реализација, странски директни инвестиции, трговски текови, дознаки од странство итн. Овие негативни ефекти врз економиите од балканскиот регион ќе придонесат за потешко постигнување на условите за влез во ЕУ, кои заедно со критериумите за влез во ЕУ, согласно процесот за стабилизација и асоцијација, ќе станат уште потешки.

Економиите од балканските земји се заробени во еден магичен круг каде што должничката криза предизвикува влошување на економските услови, што значи и помалку реформи, а тоа, пак, значи заостанување во процесот на конвергенција. Уште во извештајот за транзиција на Европската банка за обнова и развој (EBRD) од 2011 година е наведено дека е забавено достигнувањето на европските цели и дека се пролонгирани и стопирани структурните промени (кои се главен чекор за пристап кон ЕУ) (EBRD, 2011). Според тоа, застојот во економскиот прогрес, забавениот економски раст и влошената макроекономска состојба ќе имаат влијание врз изгледите за влез на балканските земји во ЕУ, така што ќе им биде отежнато

воведувањето на неопходните структурни реформи за да започне процесот за влез во ЕУ.

Најслабата алка од еврозоната – Грција, стана главен извор на нестабилност во Европа. Грција е земја која доживеа непроценлива економска криза пропратена со дезинтеграција на нејзината инфраструктура, нарушување на нејзиниот политички систем и подвоеност на нејзината социјална структура. Мерките за штедење, кои последниве години беа водени од страна на грчкиот парламент, претставуваат најагресивно фискално и социјално прилагодување во една демократска земја во повоениот период во Европа. По пет поседователни години во рецесија, грчкиот БДП опадна за речиси 20 %, а официјалната невработеност изнесува 25,1 % (невработеноста на младите под 30 години изнесува 54,2 %) (BBC, 2012). Индустриското и мануфактурното производство колабираа, додека стотици мали бизниси низ земјата, кои едно време беа ’рбетот на економијата, секојдневно се затвораат. Работната сила, исто така, доживува сериозен одлив, така што младата едуцирана популација си заминува од земјата во потрага по подобри можности надвор од неа, што дополнително ја влоши социјалната структура во земјата, како и изгледите за излез од кризата. Изминатите години сме сведоци на драматичен пораст на криминалот во Грција и на бездомништвото, додека еден од четворица Грци живее во сиромаштија. Порастот на екстремизмот, симболизиран преку изборот на неофашистичката партија *Златна зора* во парламентот во јуни 2012 година, е уште еден симптом за влошување на социјалните структури и ја илустрира длабочината на социјалните и политичките немири во земјата. Населението е деморализирано поради лошата економска состојба, падот на животниот стандард, намалувањето на изгледите за иднина и реалниот страв од катастрофален излез од еврозоната и од ЕУ. Ова претходно незамисливо сценарио почна да станува сè поубедливо.

Што се однесува до балканските земји, должничката криза во Грција е многу повеќе од едно мало подмножество во рамките на множеството на должничката криза во еврозоната. Очајната состојба во Грција и неизвесниот излез од кризата имаат огромно влијание врз економскиот раст на сите балкански земји, на нивната политичка стабилност, како и на нивните изгледи за влез во ЕУ. Евентуалниот излез

на Грција од еврозоната би предизвикал домино-ефект на нестабилност и несигурност не само во рамки на еврозоната туку би испратил шок сигнали и до балканскиот регион. Во однос на последиците од кризата, најлошото сè уште не е завршено не само за Грција туку и за целиот Балкан.

Ефектите од политичката и од економската состојба во Грција се особено изразени во балканските земји каде што има големо учество на грчки банки, како и во оние земји во кои макроекономските нееднаквости ги прават високо подложни на индиректно пренесување на негативните импликации.

Каналите преку кои е најверојатно да се пренесе кризата од Грција во другиот дел од Балканот се: трговијата, банкарството, приливите на странски директни инвестиции и дознаките. Поради меѓусебната поврзаност на Грција со останатите балкански земји, грчката криза произведе еден магичен круг каде што економскиот пад на Грција предизвикува пад на економиите од Југоисточна Европа, што повторно се одразува на Грција преку падот на побарувачката на грчки производи, со што се намалува грчкиот извоз и пад на приносот од грчките инвестиции. Како резултат на тоа што Грција е многу присутна во Бугарија и во Романија (пред сè во нивните банкарски сектори), негативното влијание на грчката криза врз овие земји, несомнено, ќе продолжи да се прелева кон останатите земји од Балканот.

За да можеме убаво да го согледаме влијанието на грчката должничка криза врз балканските земји, потребно е да се анализираат меѓусебните односи на Грција со овие земји и да ја проучиме самата позиција на Грција во балканскиот регион.

Во периодот пред кризата (1995 – 2008 година) Грција имаше активно учество во настаните на Балканот во насока на подобрување на нејзините односи со балканските земји. Грчката политика на Балканот започна процес на постепена трансформација. Новиот пристап подразбираше унапредување на соработката и напуштање на конфликтите со балканските земји. Клучна точка на новиот пристап беше разбирање дека Балканот, особено Јужниот Балкан, има потенцијал да биде пазар за изложување на надворешните активности на грчките претприемачи. Грчките инвестиции и грчкото присуство во трговските трансакции на Балканот значајно се проширија по 1995 година. Друг придонес на Грција во однос на унапредување на состојбата во балканскиот регион е грчкиот напор да стане земја

донор преку обезбедување основна билатерална економска помош кон земјите од регионот. Иницијално, оваа помош не беше многу значајна, но со воведувањето на Елинистичкиот план за економска реконструкција на Балканот во 2002 година, Грција започна со поконкретни акции за спроведување на нејзината цел на Балканот. Новата грчка политика кон Југоисточна Европа може да се сумира во две главни стратешки цели на Грција: прво, унапредување на регионалната соработка, како начин за поттикнување стабилност и просперитет во Југоисточна Европа и второ, постепена интеграција на земјите од Југоисточна Европа во новата евроатлантска архитектура, првенствено во ЕУ и НАТО. Но, со запаѓањето на Грција во економска криза (од 2008 година до сега) за Грција заврши златната ера на дипломатска доминација на Балканот. Влошената финансиска состојба на Грција предизвика значајно губење на дотогашниот статус на Грција во регионот во очите на пошироката балканска јавност.

Гледано од економски аспект, јасно е дека во периодот пред кризата, особено по 90-тите години на минатиот век, Грција воспостави цврсто и активно учество на Балканот, израснувајќи во еден од водечките трговски и инвестициски партнери за повеќето балкански земји, како и земја домаќин на илјадници работници мигранти. Ова динамично присуство на Грција на Балканот беше поддржано од комбинација на поволни фактори, како што се: нејзината географска позиција, доброто познавање на спецификите на регионот и на поодделните земји, разбирањето на историските случувања и блискоста со културните особености, како и познавањето на ризиците поврзани со инвестирањето во регионот. Со текот на годините Грција стана важен и активен партнер на балканските земји и референтна точка за економски развој на целиот регион.

Грција увиде дека има долгорочен интерес да промовира и да се бори за одржување на социјална и политичка стабилност на Балканот преку поддршка и финансирање на клучните полиња на развој, инфраструктурните проекти (како што се: транспорт, енергија и окружување), како и организација на јавните услуги. Од оваа причина, Грција презема иницијатива за креирање и имплементација на план, таканаречен Елинистички план за економска реконструкција на Балканот, воведен од страна на грчкото министерство за економија во 1999 година. Овој план за Грција значеше

алатка за економска дипломатија, обезбедувајќи ѝ можност на Грција да си ја подобри својата стратешка и дипломатска слика на Балканот и промовирајќи се како клучен играч и фактор за стабилност во балканскиот регион. Елинистичкиот план за економска реконструкција на Балканот (Ministry of Economics of Greece, 1999) беше така дизајниран за да може на некој начин да го надополнува Пактот за стабилност на ЕУ, со главна цел да обезбеди темел за креирање и за одржување на инфраструктурата во земјите во транзиција на Балканот, како и да промовира директни инвестиции на Грција во овие земји. Географската распределба на средствата во износ од 325,61 милиони американски долари, наменети за периодот 2000 – 2004 година, беше базирана на неколку критериуми: оштетувањата во економиите предизвикани од воени конфликти, инфраструктурните потреби, нивото на прилив на странски директни инвестиции во секоја од земјите, нивото на економски и социјален развој на секоја земја, мерен преку БДП по глава на жител, и способноста на земјата да апсорбира средства. Овие средства беа наменети за седум балкански земји, и тоа: Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарија, Македонија, Црна Гора, Романија и Србија, кои не само што се земји трговски партнери на Грција туку се и транзитни земји кои ја поврзуваат Грција со остатокот од Европа (Milingos, 2002). Во 2002 година беше ревидиран расположливиот буџет за реализација на овој план, така што беа издвоени 550 милиони евра за периодот 2003 – 2007 година. Најголемиот дел од буџетот (79 %) беше директно наменет за јавни инвестиции во земјите приматели, но исклучиво под грчка супервизија, 20 % беа наменети за кофинансирање на грчките приватни инвестиции, а 1 % беше директно наменет за таканаречените мали проекти избрани од страна на грчките амбасади од земјите приматели и со директен ефект на локалните општества (Ministry of Economics of Greece, 2011).

Со цел Грција да може да врши трансфер на овие средства до земјите приматели, таа мораше со нив да потпише билатерални договори, кои ги опфаќаа следниве приоритетни области: надградба на инфраструктурата, првенствено во енергетскиот и транспортниот сектор; промовирање на инвестициите; модернизација на цивилните услуги и регионалните влади; зајакнување на демократските институции и поддршка на законските правила; балансирање на економските нееднаквости.

И покрај тоа што планот беше ревидиран во 2002 година, неговата реализација не започна пред 2004 година. Од таа причина планот беше пролонгиран до 2011 година, но неговите цели во голема мера беа остварени.

Во однос на надворешната трговија на Грција со останатите балкански земји, најголем обем на трговија (45 %) Грција остварува со Бугарија, која, исто така, е членка на ЕУ, потоа со Романија (16,9 %), со Македонија (16 %) и со Албанија (8 %). Надворешната трговија со Србија во однос на вкупната трговија е 5,8 %, а со Црна Гора 3,7 %. Најмал обем на трговија Грција има со Хрватска (1,9 %), Босна и Херцеговина (1,4 %) и со Косово (1,1 %) (Panagiotou и Valvis, 2014).

Во однос на грчките директни инвестиции на Балканот, најголеми се инвестициите кон Бугарија, Македонија, Романија, Србија и Албанија.

За Босна и Херцеговина и за Хрватска трговијата, инвестициите и финансиските врски со Грција се многу мали, така што ризикот од прелевање на негативните ефекти врз овие две земји е многу низок. Трговските врски на Грција се најзначајни со Албанија, Црна Гора и Македонија. Во 2009 година и во првата четвртина од 2010 година имаше длабок пад на извозот до Грција, а грчката криза предизвика дополнително намалување на побарувачката за добра од овие земји.

Речиси 4.000 грчки компании инвестираа во овој регион, помагајќи да се креираат околу 200.000 работни места. Албанија, Србија и Македонија се најподложни на негативни влијанија преку намалување на приливите од странски директни инвестиции, со оглед на тоа што Грција е рангирана на прво место по инвестиции во овие земји (во 2008 година грчките странски директни инвестиции изнесуваа над 30 % од вкупните инвестиции во Албанија; грчките странски директни инвестиции изнесуваа над 20 % во Македонија и над 15 % во Србија). Грчките инвестиции беа направени во различни сектори, вклучувајќи: инфраструктура, услуги, банкарство, телекомуникации, храна и пијалоци, тешки индустрии и фармација. Значаен пад на приливот на странски директни инвестиции од Грција во регионот беше евидентен, по што се почувствува целосното влијание од кризата. На пример, грчките инвестиции во Србија во периодот од 2008 до 2009 година изнесуваа 46 милиони евра, додека во 2007 година изнесуваа 336 милиони евра. Во Бугарија странските директни инвестиции паднаа од 545 милиони евра во 2007 година до 105 милиони

евра во 2009 година. Грчките инвестиции во Македонија опаднаа од 15 милиони евра во 2010 година до 2 милиони евра во 2011 година. Во целина, до 2010 година грчките компании повлекоа речиси 1,3 милијарди евра од регионот.

Друг клучен ефект на прелевање на кризата од Грција е поврзан со неизбежниот пад на дознаките, така што стана доста тешко мигрантските работници да останат да работат во Грција, па повеќето беа принудени да се вратат во матичните земји. Нивните матични земји, пак, честопати не беа во можност да ја апсорбираат зголемената работна сила на пазарот, што водеше до дополнителен пораст на невработеноста. Падот на дознаките, исто така, има негативен ефект и врз девизните резерви на земјите, среднорочните буџетски планови и финансирањето на дефицитите на нивните тековни сметки.

Албанија е најизложена на влијанието на грчката криза врз дознаките. Околу 600.000 Албанци живеат и работат во Грција. Во 2009 година дознаките од работниците од Грција изнесуваа најмалку 900 милиони американски долари, што е околу 8 % од БДП, придонесувајќи пораст на домашната економија и обезбедувајќи живејачка за многу семејства. Секторот градежништво, во кој се вработени многу Албанци, речиси ја преполови ангажираната работна сила од 400.000 во 2008 година, на 240.000 во 2011 година. Поради тоа што мигрантите можат да го изгубат својот правен статус доколку подолг период се невработени, многу од нив биле принудени да прифатат работни места за пониски плати или без вклучени придонеси за социјално осигурување. Бројот на мигранти на кои им била дадена дозвола за живеење се намалил за 20 % годишно откако започна кризата. Бугарија, исто така, е засегната со значаен пад на дознаките од Грција каде што годишниот просек од 2004 до 2008 година изнесуваше 400 милиони евра, а во 2009 година дознаките опаднаа за 11 %.

Веројатно, најкритичниот канал за пренесување на кризата е преку грчките банкарски подружници во останатите балкански земји. Во изминатите години грчките банки беа прилично активни и имаа високи инвестиции на Балканот, купувајќи локални банки и проширувајќи ги своите биланси, претежно преку потрошувачко и хипотекарно кредитирање. Седумте најголеми грчки банки, вклучително: Националната банка на Грција, „ЕФГ Еуробенк“ (EFG Eurobank),

„Пираеус“ (Piraeus) и „Алфа банка“ (Alpha Bank) воспоставија широка мрежа во балканскиот регион од околу 20 подружници, со околу 1.900 филијали и околу 23.500 вработени луѓе. До крајот на 2007 година грчките банки акумулираа значителен пазарен удел во регионот, поседувајќи околу 30 % од вкупните банкарски средства во Македонија и Бугарија, 25 % во Албанија, 15 % во Србија (каде што 3 од 10 банки беа грчки) и 17 % во Романија.

Подружниците во голема мера се финансирани со кредити од Атина, а не со собирање локални депозити. Дури и ако грчките банки не се повлечат од регионот, тие ќе се обидат побрзо да ја зголемат локалната депозитна база, а ќе се воздржуваат од издавање нови кредити. Така, постои ризик грчките банки да ја лимитираат нивната кредитна активност и да ја намалат нивната изложеност во регионот како резултат на притисоците за финансирање и ликвидност од страна на матичните грчки банки. Значајно е тоа што грчките банки, кои во 2009 година користеа пакет од 28 милијарди евра финансиска помош од владата за излез од кризата, преку усна спогодба помеѓу грчкото министерство за финансии, Централната банка на Грција и останатите институции кои учествуваа во обезбедувањето финансиски средства за овој пакет, беа охрабрени да ги користат парите за поддршка на домашното кредитирање, а не за кредитирање во нивните подружници на Балканот. Според тоа, филијалите на „Алфа банка“, Националната банка на Грција и „Eurobank“ во Македонија, Бугарија, Србија, Албанија и Романија не добија дел од пакетот финансиска помош.

По 2009 година, проширувањето на грчкиот јавен долг доведе до пораст на трошоците за финансирање на грчките банки, со што тие се соочија со ликвидносни притисоци, па грчките банки започнаа да ги повлекуваат своите средства од нивното работење на Балканот. Како резултат на тоа, до крајот на 2011 година грчкиот банкарски сектор во Бугарија, Романија и Србија значајно опадна. Ова повлекување ликвидност не само што ги наруши финансиските сектори во регионот туку имаше и големо влијание врз локалните економии во балканските земји, со оглед на тоа што сите овие земји имаат финансиски системи базирани претежно на банкарскиот сектор каде што најголем дел од позајмувањата се вршат преку банките, а не преку корпоративни обврзници или капитал.

Јасно е дека должничката криза од еврозоната, особено преку кризата во Грција, ги погоди балканските економии. Со оглед на билатералните економски врски на Грција со останатите балкански земји, во смисла на трговија, инвестиции и сл., економската криза од Грција ја намали динамиката на развој на целиот Балкан. Новата економска реалност со која се соочува Грција има големо влијание на грчкиот статус, позиција и улога во регионот. Денес, Грција, како високо задолжена земја, дискредитирана и соочена со повеќегодишни мерки на штедење, е многу далеку од регионален водач на Балканот.

Владите и централните банки на балканските земји изјавија дека нивните банкарски системи се заштитени од потенцијален колапс на грчките банки. Како резултат на високата изложеност на балканските земји кон грчките банки, во последниве години централните банки на балканските земји воспоставија мерки за изолирање на локалните подружници на грчките банки од нивните матични институции. Во повеќето случаи овие подружници функционираат како посебни, самостојни структури, независни од нивните матични банки во Грција.

Во Бугарија, Бугарската централна банка има моќ да го ограничи износот на средства кои можат да се трансферираат од локалните подружници до акционерите на матичните банки во Грција. Банките во земјата, кои се поседувани од страна на Грци, не повлекуваат средства од нивните матични банки од Грција и не инвестираат повеќе во грчки државни хартии од вредност. По воведувањето на капитални контроли во Грција на 28 јуни 2015 година, Централната банка на Бугарија изјави дека филијалите на грчките банки во Бугарија, чие учество е помало од една петина од вкупниот бугарски финансиски сектор, се правни субјекти кои функционираат под бугарско законодавство и не можат да повлекуваат пари од земјата без претходна дозвола од Бугарската централна банка. Економистите од Бугарија тврдат дека нема да дозволат развојот на настаните во Грција да има влијание врз бугарската економија и врз приходите на бугарската популација. Тие наведоа дека со почетокот на кризата Бугарија ја изгуби Грција како свој трговски партнер, така што во 2015 година само 6 % од бугарскиот извоз оди кон Грција, за разлика од периодот пред кризата, кога процентот беше дуго повисок. Бугарскиот премиер изјави дека со оглед на ситуацијата на Балканот, Бугарија не брза со влез во

еврозоната. Доколку Бугарија беше дел од еврозоната, и таа ќе требаше да биде дел од програмата за давање финансиска помош од земјите од еврозоната кон Грција. Бугарската водечка индустриска асоцијација изјави дека, сепак, ситуацијата од Грција ќе има негативен ефект врз Бугарија, пред сè преку приливот на инвестиции во земјата. Големите инвеститори го гледаат регионот во кој инвестираат во целина, а атрактивноста и сигурноста на целиот регион опаѓа како резултат на кризата во Грција. Од таа причина се очекува инвестициите во Бугарија да се намалат како резултат на нестабилноста на целиот регион.

Централната банка на Македонија – НБРМ (Народна банка на Република Македонија), добива дневни нотификации за сите трансакции помеѓу грчките банки и нивните локални единици. На 28 јуни 2015 година НБРМ објави дека воведува рестрикции со кои привремено ќе се ограничи одливот на капитал од Македонија кон Грција, кој произлегува од новосклучени капитални трансакции. Исто така, НБРМ издаде наредба до македонските банки да си ги повлечат сите депозити и кредити од грчките банки од Грција, како и од нивните подружници и филијали од Грција или надвор од неа. Овие превентивни мерки беа преземени со цел земјата полесно да се справи со потенцијалните одливи на капитал од Македонија кон Грција, што би можело да предизвика влошување на платниот биланс и на стабилноста на финансискиот систем на земјата.

Исто така, и Српската централна банка на 29 јуни 2015 година воспостави дополнителни контроли, напреден мониторинг и ограничување на трансакциите помеѓу четирите грчки поседувани банки што се наоѓаат во земјата и нивните матични банки. Тука мерките немаат директен ефект врз трансакциите на депозиторите. Целта на овие мерки е да се заштити земјата од прелевање на негативните ефекти од Грција кон српскиот банкарски сектор.

Гувернерот на Албанската централна банка истовремено изјави дека грчката криза ќе има негативно влијание на извозот и на дознаките од дијаспората, но тоа не е нешто ново, бидејќи Албанија веќе неколку години се соочува со намален извоз и дознаките од Албанците коишто работат во Грција одамна се намалени. Од таа причина не се преземени дополнителни мерки за ограничување на негативните ефекти од грчката криза кон Албанија. Албанскиот банкарски сектор сè уште е

ликвиден и добро капитализиран, така што од тој аспект не е директно изложен на грчката криза.

Романија, исто така, е директно изложена кон ефектите од грчката криза како резултат на големата меѓусебна поврзаност на нејзиниот банкарски сектор со Грција. На 29 јуни 2015 година романските еврообврзници се соочија со голем пад на вредноста поради настаните поврзани со Грција. Локалните валути, исто така, депресираа во однос на еврото и на доларот.

Хрватска, пак, е земја која е изложена на индиректни ефекти од грчката должничка криза преку нејзините големи фискални барања, како и преку барањата поврзани со надворешното финансирање.

Банките во регионот имаат високи стапки на адекватност на капиталот, кои ги штитат депозиторите и обезбедуваат стабилност на финансискиот систем. Стапките на адекватност на капиталот се движат од 25 % во Бугарија, 20 % во Србија, до 17 % во Романија и 13 % во Македонија, наспроти меѓународното барање оваа стапка да изнесува 8 %. Во неколку земји, пак, минималната стапка на адекватност на капиталот за банките со грчки капитал, пропишана од страна на централните банки на овие земји, е повисока отколку за останатите банки од земјите. На пример, во Албанија минималната стапка на адекватност на капиталот изнесува 12 % за сите банки, а за банките со грчки капитал изнесува 14 %. Реално, во Албанија во јуни 2015 година, стапката на адекватност на капиталот на трите грчки банки кои функционираат во земјата изнесуваше 17 %.

И покрај мерките преземени од страна на балканските земји со цел да ги изолираат нивните финансиски сектори од грчката должничка криза, ризикот од пренесување на ефектите, изразен преку создавање паника помеѓу нивните клиенти, не може да се искорени. Во последниве години пропаднаа неколку локално поседувани банки од Србија и Бугарија. Корпоративната комерцијална банка, четвртата по големина банка во Бугарија во јуни 2014 година се соочи со банкарска паника и бегане на депозиторите од Банката, при што депозиторите мораа да чекаат до крај на годината со цел да си ги вратат своите заштеди, обезбедени до 100.000,00 евра. Сè уште постои опасност од создавање банкарска паника во балканските земји како резултат на настаните во Грција.

Табела 4.1.: Макроекономски податоци за балканските земји 2008 – 2014

% од БДП	Буџетска сметка		Јавен долг		Тековна сметка	
	2008	2014	2008	2014	2008	2014
Балкан	-2,8	-4,0	29,5	54,1	-18,9	-5,4
Албанија	-5,2	-5,0	54,8	69,1	-15,5	-12,5
Босна и Херцеговина	-3,6	-3,1	31,2	45,1	-13,5	-7,4
Бугарија	1,7	-2,8	13,3	27,6	-16,8	0,9
Хрватска	-2,7	-5,7	36,0	85,1	-8,9	0,6
Македонија	-0,9	-4,2	20,6	31,3	-12,5	-1,4
Црна Гора	-3,3	-3,1	38,2	62,6	-50,7	-16,3
Романија	-5,7	-1,5	13,2	39,8	-11,4	-0,5
Србија	-2,6	-6,7	29,0	72,4	-21,8	-6,4
Грција	-9,9	-3,5	109,3	177,1	-14,4	0,9

Извор: The Economist Intelligence Unit

Од аспект на макроекономските податоци, постојат големи разлики помеѓу Грција и останатите балкански земји. Некои земји од регионот имаат флексибилни девизни курсеви, па се полесно прилагодливи на настаните. Но, најбитно е да се нагласи дека фискалните проблеми на балканските земји се неспоредливо помали во однос на оние во Грција, па тие имаат далеку пониски просечни буџетски дефицити и јавно ниво на долг. Сепак, некои земји, како што се: Албанија, Хрватска, Црна Гора и Србија, имаат високи буџетски дефицити и повеќето од нив имаат ниво на јавен долг над 40 % од нивниот БДП. Но, ова ниво на јавен долг, според ММФ, е прифатливо за земјите во развој. Повеќето балкански земји по 2008 година успеаја драстично да ги намалат своите дефицити на тековните сметки, иако Албанија и Црна Гора продолжија да генерираат дефицити и над 10 % од БДП.

Покрај каналот на банкарскиот сектор, ефектите од грчката криза допираат до другите балкански земји и преку меѓународната трговија и странските директни инвестиции. Со запаѓањето на Грција во должничка криза се намали нејзината улога на Балканот како главен трговски партнер и извор на странски директни инвестиции за останатите земји. Албанскиот извоз во Грција, од неговото највисоко ниво во 2008 година до 2014 година, се намали за 10,7 %, така што Грција, која со години беше

втор пазар по големина за албанскиот извоз, сега се наоѓа на петтото место. Бугарскиот извоз во Грција од 2008 до 2014 година се намали за само 1,9 %, но во овој период и целиот извоз до ЕУ се намали за 50 %.

Грција, која претходно беше еден од најголемите странски инвеститори во регионот, во тековните години е сè помалку битна. Во Бугарија, на пример, во периодот од 2008 година до 2014 година, странските директни инвестиции од Грција се намалија за 7,6%. Негативните влијанија врз трговската размена и странските директни инвестиции ќе бидат уште поголеми при евентуален излез на Грција од еврозоната. Сè додека не дојде до тоа, балканските земји можат да ја пренасочуваат својата продажба до други земји увозници со цел да не ја осетат во голема мера отсутноста на Грција на пазарот.

Политичкото влијание на тековните случувања во Грција врз останатите балкански земји би се изразило преку губење на волјата на новите земји членки на ЕУ за влез во еврозоната. Ова конкретно се однесува на Бугарија и Романија, кои се приклучија кон ЕУ во 2007 година, па и двете земји се обврзани веднаш штом ги исполнат сите критериуми за номинална конвергенција на еврото, да ја прифатат единствената валута евро. Иако Бугарија веќе исполнува четири од петте критериуми, и беше планирано да го прифати еврото до 2015 година, поради тековните настани одлучено е влезот на Бугарија во еврозоната да биде одложен додека не се стабилизира должничката криза во еврозоната, веројатно до почетокот на следната декада. За Романија, пак, беше планирано да влезе во еврозоната до 2016 година, но и тој рок е пролонгиран до 2020 година. Со интензивирањето на грчката криза, сигурно дека целиот временски распоред на настаните во ЕУ би бил ревидиран и би вклучувал подолг процес за секоја промена. Сега останува да се чека дали Грција ќе остане земја членка на еврозоната и дали единствената валута еврото, сепак, ќе се стабилизира. Во секој случај, поради тоа што во Бугарија и во Романија корупцијата, организираниот криминал и правната неефикасност сè уште останала сериозни проблеми, постои перцепција дека при проширувањето на ЕУ во 2007 година не се правилно оценети критериумите за пристап на овие земји во ЕУ. По тоа сознание и самата ЕУ е во дилема дали треба и понатаму да се продолжи со проширување на Унијата со економски послаби земји и со нејзина потенцијална

зараза со корупција, која не само што го уништува економскиот раст и развој туку ги уништува пазарите и фер конкуренцијата, ги деградира правните закони, ја уништува владината легитимност, го уништува приватниот сектор и влијае на поголема доходна нееднаквост. Во овој контекст, ЕУ се размислува да ги промени моменталните тешки критериуми за влез во Унијата во уште потешки критериуми за достигнување и имплементирање. Сепак, со влезот на Хрватска во ЕУ во јули 2013 година, како и со одлуката да се започне со преговори со Црна Гора и да ѝ се додели кандидатски статус на Србија, направен е чекор напред во вистинската насока. На сите земји кои исполнуваат услови ќе им биде дадена можност за влез во Унијата, но постои долг пат пред тоа да стане реалност.

За останатите земји од регионот, кои се сите потенцијални членки на ЕУ, должничката криза во еврозоната ќе резултира со забавување на нивниот процес за влез во Унијата. Србија и Црна Гора веќе започнаа со поконкретни разговори за влез во Унијата, иако Србија сè уште нема отворено ниедно поглавје од преговорите на оваа тема. Албанија и Македонија се кандидати за влез во ЕУ за кои сè уште не се отворени разговорите за нивно членство во Унијата. Во случајот на Македонија, која има вето од страна на Грција, членството на ЕУ зависи од спорот околу името на Македонија.

Изложеноста на Грција на должничката криза ги потресе темелите на динамичните и меѓусебно корисните односи помеѓу балканските земји. Влошувањето на економската средина имаше длабоко и разурнувачко влијание не само на грчката економија туку и на сите димензии на грчките односи со земјите од регионот. Последиците се чувствуваат на неколку меѓусебно поврзани нивоа, на порастот на економската, политичката и социјалната димензија на кризата, како и на стабилноста на целиот регион. Кризата создаде нова динамика и воведе нова фаза во меѓусебните односи помеѓу Грција и нејзините балкански соседи.

4.10. Ефектите од глобалната должничка криза во Македонија

И во Македонија, исто како и во останатите балкански земји, ефектите од глобалната должничка криза првенствено се пренесуваат преку нејзиниот сосед – Грција. Со оглед на тоа што уште од самиот почеток на грчката должничка криза Грција беше меѓу петте најголеми инвеститори во Македонија и една од земјите со кои нашата држава има најголем обем на трговска размена, сите започнаа да си го поставуваат прашањето дали и како може состојбата од Грција да влијае врз македонската економија. Кризата од Грција почна да има негативни ефекти врз Македонија уште на нејзиниот почеток, во 2010 година, и тоа преку блокадите на граничните премини и штрајковите на грчките институции. Со тоа дојде до блокирање на нормалната трговска размена меѓу овие две земји. Меѓутоа, ако се земе предвид дека грчките компании во Македонија во 2009 година инвестираа само околу 6,7 милиони евра (што е неколку пати помала вредност отколку во претходните години), се поставува прашањето дали кризата и новото најавено фискално штедење во Грција можат да имаат посериозни долгорочни последици врз македонската економија. Поаѓајќи од фактот дека во последните години Грција беше една од ретките земји со кои Македонија остваруваше суфицит во трговската размена, тогаш очигледно е дека македонските компании кои извезуваат во Грција имаа причина да бидат загрижени од позицијата во која се најде нашиот јужен сосед. Сепак, ставовите на различните економисти и политичари околу ова прашање се поделени, така што едни сметаа дека влијанието е поголемо, други дека е помало, па дури и занемарливо (Нова Македонија, 2010).

На почетокот на 2010 година, тогашниот директор на агенцијата за странски инвестиции во Македонија, Виктор Мизо, сметаше дека финансиските проблеми од Грција се на државно ниво и не се поврзани со бизнисот. Тој тврдеше дека грчките компании кои се присутни во Македонија не се директно погодени од кризата. Станува збор за приватни инвестиции, кои на македонскиот пазар имаат интерес преку пласманот на своите производи и услуги, така што доколку финансиската криза од Грција има некакво влијание врз приватниот сектор, тоа

влијание би било поизразено кај компаниите кои ги пласираат своите производи на домашниот пазар.

Во исто време, тогашниот директор на Европската бизнис-асоцијација во која членуваат познати домашни и странски компании, Димитар Ристовски, сметаше дека шансите должничката криза од Грција директно да ја погоди Македонија се многу мали. Тој изјави дека работењето на македонските компании со грчки капитал е прилично сигурно, затоа што работењето на овие компании е независно од матичните компании кои се наоѓаат во Грција, па, според тоа, нивното работење е одржливо само по себе. Во однос на можноста кризата од Грција да влијае врз бизнисот на нашите компании кои пласираат производи на грчкиот пазар, Ристовски изјави дека Европската бизнис-асоцијација секогаш поддржува зголемување на интернационализацијата на македонските компании и напредок на странските пазари, постигнато со конкурентни цени и квалитет на производите и на услугите.

На почетокот на 2010 година, тогашниот министер за финансии и вицепремиер, Зоран Ставрски, изјави дека финансиската криза од Грција ќе предизвика забавување на економскиот раст, што не може да биде позитивно за Македонија, со оглед на тоа што се работи за наш значаен трговски партнер. Тој изјави дека во однос на инвестициите не очекува драстични промени, од причина што кај нас на инвеститорите им се овозможува производство со пониски трошоци и тие во иднина ќе сакаат да ги задржат позициите на македонскиот пазар.

Грчките компании во Македонија, пак, не се плашеа од кризата. Тие се обидуваа да се дистанцираат од проблемите во грчката економија. Според нив, нивната бизнис-стратегија се базира на македонската економија и тие се повеќе македонски отколку грчки фирми.

И наспроти политичките тензии меѓу двете земји поради спорот со името, во последниве години во Македонија инвестирале околу 280 грчки компании. Претставници на некои од позначајните грчки компании во земјава тврдат дека Грција има економски интерес од работењето на нејзините компании во Македонија, така што не би направила ништо за да им наштети или да го наруши нивното работење.

Меѓутоа, аналитичарите сметаат дека најлошиот ефект од грчката криза ќе се одрази на планираните инвестиции. Владимир Глигоров од Економскиот институт од Виена изјави дека планираните инвестиции на Грција кон Македонија нема да се остварат, а банките ќе ги задржат парите за домашни потреби. Грчките инвеститори најверојатно нема да се откажат од инвестициите кои веќе ги имаат во Македонија.

Економскиот експерт Сем Вакнин беше убеден дека во Македонија нивото на инвестиции од Грција ќе се намали и дека некои луѓе ќе останат без работа. За Македонија, во која стапката на невработеност е над 30 проценти, грчката криза може да се покаже како особено опасна.

Според анализите на *Ојсервер*, експертите се едногласни дека сите компании кои имаат бизнис-врски со Грција ја чувствуваат кризата (Стефковска, 2010).

Бонитетната куќа „Дан енд Бредстрит“ (Dun and Bradstreet) предупредува на два ризици во македонската економија како резултат на настаните во соседството. Прво, ако дојде до обновување на глобалната или регионалната криза ќе дојде до намалување на побарувачката. Второ, со постојан пораст на нискоризичните инвестиции ќе дојде до заострување на надворешно-финансиските услови. Како резултат на тоа што Македонија и Грција соработуваат на трговски план, овие два ризици се особено изразени. Од таму изјавија дека грчката криза секако дека ќе влијае и на патот на Македонија кон ЕУ, затоа што таа може да ја ослабне поддршката за проширување на ЕУ од страна на нејзините членки. Овој факт може да биде и загрижувачки, ако се има предвид дека кандидатскиот статус од 2005 година за членство на Македонија во ЕУ се гледа како важна котва за политичка стабилност и економски реформи во иднина (Zurnal.mk, 2010).

Според анализата на НБРМ од 2015 година, објавена како дел од извештајот за финансиската стабилност на земјата за 2014 година, постојат директни и индиректни канали преку кои можат да се пренесат негативните ефекти од грчката криза во Македонија. Директните канали водат преку капиталната и тековната сметка од платниот биланс на Македонија, бидејќи имаат директно влијание врз реалниот сектор на земјава.

Грчката должничка криза директно може да се одрази врз Македонија главно преку трговската размена. Трговската размена помеѓу овие две земји значително се намали по 2007 година. Ако во тој период Грција беше втор пазар за извоз на македонските производи, сега не е ниту во првите пет. По влезот на Грција во должничка криза, вкупната надворешнотрговска размена на Македонија со Грција бележи континуиран надолен тренд. Од над 10 % од БДП во 2008 година, надворешнотрговската размена на Македонија со Грција е намалена на 7,9 % од БДП на крајот на 2014 година, а на 6,4 % од БДП на средината на 2015 година. Трговската размена на Македонија со Грција е намалена и во апсолутен износ во анализираниот период. Исто така, има намалување и на извозот на македонски производи во Грција, така што учеството на извозот на македонски производи кон Грција во однос на вкупниот извоз е намалено од 13,4 % во 2008 година на 4,6 % во 2014 година и до 3,9 % на средината на 2015 година. И увозот на грчки производи во Македонија, исто така, континуирано се намалува.

Освен преку трговската размена, негативните ефекти од грчката должничка криза во Македонија се изразуваат и преку странските директни инвестиции во Македонија. Не само што грчките директни инвестиции во Македонија се намалуваат, а новите планирани инвестиции на Грција во Македонија не се реализираат, туку доаѓа и до намалување на вкупните директни инвестиции во Македонија. Вкупните грчки инвестиции во Македонија до денес изнесуваат околу 433 милиони евра и најголем дел од нив беа реализирани до 2008 година, односно пред почетокот на должничката криза. Активноста на Грција по почетокот на кризата е речиси еднаква на нула. Со самото постоење на должничката криза на Балканот, на надворешните земји им се создава лоша перцепција за овие земји и странските субјекти сметаат дека се соочуваат со големи ризици при пласирање на своите средства на Балканот. Според тоа, странските инвестиции во Македонија се намалуваат, а тоа негативно се одразува на вкупните трошоци на домашните фирми, чие работење се темели на соработка со странски субјекти.

Банките се главен сектор на грчките инвестиции, така што влијанието на нивните инвестиции во Македонија зависи од тоа дали банките во Грција ќе бидат погодени

од кризата. Очигледно е дека Грција во вакви услови ќе ја финансира сопствената економија, така што ќе ги намали своите можности за кредитирање во Македонија. Грција на почетокот на кризата поседуваше две банки во Македонија – „Алфа банка“ и „Стопанска банка“. Овие две грчки банки имаа околу 22% од вкупната банкарска актива во Македонија. „Алфа банка“ и „Стопанска банка“ сметаа дека имаат капацитет да ги опслужуваат граѓаните, бидејќи тоа успеале да го направат и за време на глобалната финансиска криза од претходните години. Овие две банки беа целосно независни правни лица од своите матични субјекти, со стабилна ликвидност и солвентност. Тие не беа зависни од своите матични банки во Грција ниту од аспект на обезбедување извори за финансирање на своите активности. На крајот на 2014 година обврските на двете подружници на грчки банки кон нивните матични банки главно се состоеа од субординирани инструменти и изнесуваа околу 4 % од активата на овие банки. Субординираните инструменти се капитални инструменти кои банката не може да ги исплати пред рокот на доспевање, освен во случај на нивно претворање во акции на банката.

Навистина, и по неколку години од почетокот на грчката криза, во 2015 година, двете банки во Македонија со доминантен грчки капитал – „Алфа банка“ и „Стопанска банка“, сè уште останаа стабилни и отпорни на грчката криза. Сите банки во Македонија продолжија да работат нормално, а гувернерот Богов изјави дека нема повлекување депозити од ниедна банка, бидејќи парите на граѓаните се сигурни.

На 28 јуни 2015 година НБРМ донесе одлука за преземање привремени превентивни мерки за управување со капиталните текови на Македонија кон Грција. Главна цел на овие мерки е да се спречи позначително нарушување на нерамнотежата во платниот биланс, како и да се спречи нарушување на стабилноста на финансискиот систем. НБРМ од превентивни причини одлучи преку вонредни мерки привремено да ги спречи евентуалните идни одливи на капитал од македонските субјекти кон грчки лица, врз основа на новосклучени капитални трансакции. На тој начин, всушност, ќе се спречи одливот на пари од Македонија во Грција. Исто така, се воведува обврска за банките да ги повлечат сите кредити и депозити од грчките банки со седиште во Грција или од филијалите и подружниците на грчките банки со

седиште во или надвор од Грција. Гувернерот Богов изјави дека македонските банки немаат депозити ниту други вложувања во Грција, но имаат дадено позајмици на грчки банки во регионот, особено во Романија и во Малта. Со новите превентивни мерки македонските банки се задолжени да си ги повлечат тие пари од грчките подружници и филијали од странство. Со овие мерки не се ограничуваат тековните трансакции ниту се попречува и ограничува платниот промет со странство за оние трансакции кои не се забранети.

Дел од превентивните мерки на НБРМ забрануваат и купување на грчки државни хартии од вредност, но гувернерот Богов изјави дека македонските банки немаат инвестирано во државни обврзници. Единствено еден инвестициски фонд имал вложување во грчки хартии од вредност од околу 150.000,00 евра (Јовановски, 2015).

Заштитните мерки воведени од страна на НБРМ ја постигнаа својата цел, па на 29 декември 2015 година, шест месеци по нивното воведување, колку што беше и планирано, тие беа укинати. Овие мерки навистина оневозможија поголеми капитални одливи од Македонија, притоа не нарушувајќи го деловното работење на домашните компании со грчки субјекти. Исто така, беа одржани и рамнотежата во платниот биланс и стабилноста на домашниот банкарски систем.

Треба да се има предвид дека двете грчки банки, кои беа присутни на македонскиот пазар од започнување на должничката криза во Грција, заедно со своите подружници имаа третман на системски битни финансиски институции во Грција, со што и при сериозно нарушување на нивната солвентност, можеше да се очекува да бидат предмет на докапитализации, реструктурирања, па дури и национализација пред да започнат со понатамошно работење. Во краен случај, дури и да беа принудени да ги продадат своите подружници во Македонија, нивната продажба ќе се извршеше според македонските законски прописи, но суштински ќе дојдеше само до промена на сопствениците на банките и немаше да има никакво загрозување на нивното оперативно функционирање. Тоа и се случи. На 9 мај 2016 година „Алфа банка“ е продадена и повеќе не располага со грчки капитал, но со таа трансакција само дојде до промена на сопственоста на банката, а депозитите и кредитите на субјектите продолжија да се сервисираат непрекинато.

Сепак, во услови на криза во еврозоната, Македонија на некој начин треба да биде и благодарна што не е дел од еврозоната и што може својата економија да ја одржува конкурентна. Со кризата во Грција се отежнува и можноста за решавање на спорот за името со Македонија.

Грчката криза во Македонија предизвика краткорочни проблеми во кои, пред сè, страда извозот и инвестициите, но долгорочно ќе се одрази врз ЕУ, чие проширување ќе биде успорено, а условите за членство ќе станат потешки.

Денес, девет години по почетокот на глобалната финансиска криза и шест години по почетокот на глобалната должничка криза, може да се каже дека македонскиот банкарски систем ја преживеа кризата. Македонија дефинитвно не западна во банкарска криза ниту во каков било облик на финансиска криза. Финансискиот сектор на Македонија за време на глобалната криза остана прилично изолиран од светските настани, најмногу поради ниското ниво на изложеност. Банките и другите финансиски институции имаат многу ниско ниво на активност на меѓународните финансиски пазари, а големината на Македонската берза е неспоредлива во однос на берзите во развиените земји. Дури и порастот на јавниот долг во последниве години во Македонија повеќе се должи на владини проекти отколку на прелевање на ефектите од земјите кои се соочени со должничка криза. Доколку го споредиме нивото на јавен долг на Македонија, во однос на нејзиниот БДП на крајот на 2016 година со другите земји, можеме да забележиме дека тоа и не е толку високо.

Табела 4.2.: Јавниот долг на светските економии како процент од нивниот БДП (декември 2016 година)

Земја	Јавен долг во однос на БДП % (декември 2016)
Јапонија	250,40
Грција	179,00
Либан	146,00
Италија	132,60
Португалија	130,40
Кипар	107,80

Белгија	105,90
САД	108,25
Шпанија	99,40
Франција	96,00
Велика Британија	89,30
Евронзоната	89,20
Австрија	84,60
Хрватска	84,20
Европска Унија	83,50
Словенија	79,70
Шри Ланка	79,30
Ирска	75,40
Унгарија	74,10
Гана	73,90
Србија	72,90
Албанија	71,00
Индија	69,50
Бразил	69,49
Германија	68,30
Црна Гора	63,70
Финска	63,60
Холандија	62,30
Израел	61,90
Малта	58,30
Полска	54,40
Словачка	51,90
Шведска	41,60
Тајланд	41,20
Австралија	41,10
Македонија	40,90
Литванија	40,20
Латвија	40,10
Данска	37,80
Романија	37,60
Чешка	37,20
Босна и Херцеговина	30,90
Белорусија	29,60
Турција	28,30
Индонезија	27,90
Непал	27,40
Бангладеш	27,20

Бугарија	29,50
Нов Зеланд	24,60
Казахстан	21,37
Малдиви	20,30
Луксембург	20,00
Русија	17,10
УАЕ	18,97
Косово	14,40
Естонија	9,48
Брунеи	3,40

Извор: Trading Economics (2017), “Country List Government Debt to GDP”, available at: <https://tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>

Од табелата 4.2. можеме да забележиме дека од земјите од регионот само Босна и Херцеговина, Бугарија и Косово се помалку задолжени од Македонија. Хрватска и Словенија, кои важат за лидери на Балканот, имаат речиси дуplo поголем јавен долг во однос на БДП споредбено со Македонија. Македонија дефинитивно не се наоѓа во должничка криза, иако нејзиниот долг расте, па можеби треба да се преземат акции барем за забавување на темпото на раст на јавниот долг.

Ретроактивно гледано, можеме да заклучиме дека единствени реално забележливи ефекти на криза во Македонија се појавија во 2009 година како резултат на глобалната финансиска криза, и тоа во многу поголема мера отколку од глобалната должничка криза. Во Македонија во 2009 година дојде до пад на побарувачката и домашната потрошувачка, пад на извозот, а следствено на тоа и пад на производството, како и пад на БДП. Опадна домашната побарувачка како резултат на намалување на расположливиот кредит од кредитните пазари во регионот, но, исто така, опадна и странската побарувачка, пред сè од Западна Европа. Како резултат на тоа, во Македонија дојде до намалување на трговијата и на инвестициските партнери од Западна Европа, кои беа погодени од кризата, пад на извозот и пад на продуктивните сектори во реалната економија. БДП на земјата опадна. Стапката на реален пораст на БДП, која во последните пет години се движеше над 5 % годишно (2004 – 2008 година), во 2009 година достигна негативна вредност од -0,4 %.

Табела 4.3.: БДП на Република Македонија (стапки на реален пораст во %)/1

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
4,7	4,7	5,1	6,5	5,5	-0,4	3,4	2,3	-0,5	2,9	3,6	3,8

Извор: НБРМ

Извозот на стоки во периодот од 2004 до 2008 година континуирано растеше, во просек по 15 % годишно, а во 2009 година забележа пад за речиси 30 %.

Табела 4.4.: Извоз на стоки од Република Македонија(во милиони евра)/8

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1.345,9	1.644,4	1.917,5	2.477,1	2.697,6	1.937,0	2.534,9	3.214,9	3.124,0	3.235,2	3.746,6	4.087,6
11 %	22 %	17 %	29 %	9 %	-28 %	31 %	27 %	-3 %	4 %	16 %	9 %

Извор: НБРМ

Веќе во 2010 и во 2011 година економијата почна да се враќа на нозе. Беа забележани позитивни стапки на реален пораст на БДП, а извозот на стоки продолжи да расте по претходно воспоставениот тренд. Во 2012 година, кога ефектите од глобалната должничка криза во светот беа најсилни, повторно дојде до блага стагнација на БДП и стагнирање на порастот на извозот, но овие ефекти беа многу послаби отколку ефектите кои се осетија во Македонија во 2009-тата година.

5. Заклучок

Девет години од почетокот на глобалната финансиска криза во 2008 година се доволен период за да може да се направи детална анализа на тогашната ситуација во светот, но и на развојот на настаните во периодот кој следуваše. Во овој труд ја елабориравме трансформацијата на глобалната финансиска криза од 2008 година во

глобална должничка криза, која започна во 2011 година, и која сè уште постои во одредени земји. И двете кризи, чии ефекти се надополнуваа како алки од синџир, не оставија недопрена ниту една светска економија. Тоа што започна во најразвиените светски економии се прошири и кон економски зависните земји од нив. Секако дека послабите економии се покажаа како поранливи на кризната состојба.

Дефинитивно, во основата на овие кризи лежеа недоволната транспарентност на финансискиот систем, пропустите во регулативата на земјите и недоволната контрола и супервизија, особено во доменот на финансиските иновации (секјуритизацијата и кредитните деривативи), кредит рејтинг-агенциите и фондовите за хеџирање, неправилното управување со банкарските ризици, како и ирационалните очекувања на сите учесници на пазарот.

Последиците од глобалната финансиска криза беа огромни и не беа ограничени само на ниво на една држава, туку на светско ниво. Иако кризата започна во една земја, се рашири на сите континенти, зафати по повеќе земји од секој континент, вклучително и најголемите светски велесили, а ги зафати, секако, и најголемите финансиски пазари во овие земји. Токму овие карактеристики ја идентификуваа кризата од 2008 година како глобална финансиска криза. Поради нејзиниот замав, кризата остави последици во секој домен. Пред сè, ефектите од кризата се раширија на финансиските пазари, на светските текови на извоз и увоз, а влијаеја и на намалувањето на стапката на економски раст, на порастот на стапката на невработеност, на јавните приходи и расходи, како и на политичкиот ризик во одредени земји. Истовремениот пад на економската активност низ земјите од светот укажуваше дека развиените земји и земјите во развој се во голема мера поврзани со индустриските земји, а нивните влади не можеа да се потпрат само на извозот со цел да ги извлечат од состојбата на рецесија.

Се појави потреба од владина интервенција за справување со новонастанатата состојба, за спасување на финансиските пазари и обид за излез на економиите од рецесија.

Владите, кои секоја година позајмуваа големи износи финансиски средства со цел да ги финансираат своите буџети, и кои притоа акумулираа огромни долгови, беа

соочени со недостиг на финансиски средства, бидејќи во услови на криза пазарите одбиваа да им даваат дополнителни финансиски средства.

Поради влијанието на глобалната финансиска криза, неколку централноевропски и источноевропски земји беа соочени со неминовна потреба од итно позајмување на средства од ММФ со цел да ги финансираат нивните платни биланси.

Овие јавни долгови на земјите кон странство доведоа до должнички кризи во многу земји, особено во европските земји. Глобалната финансиска криза го доведе јавниот долг на земјите од еврозоната до такви високи нивоа, што многу економисти се плашеа од колапс на еврото. Најпогодени земји беа: Грција, Португалија, Шпанија, Ирска и Италија. Драматично се зголеми разликата во стапките на принос на обврзниците помеѓу овие земји и останатите земји членки на Европската Унија, особено во однос на Германија.

Како што Европа почна да навлегува во рецесија, во фокусот на јавноста беше стабилноста на владините финансии, бидејќи голем број влади од еврозоната веќе неколку години наназад масовно користеа позајмици за да ги финансираат нивните буџети, притоа акумулирајќи големи долгови. Една од причините зошто некои влади станаа зависни од долгови беше фактот што економиите на овие земји веќе подолго време ја губеа нивната конкурентност, бидејќи не успеваа да го следат темпото на воведување економски реформи во останатите земји. Во некои земји владите дозволија да се развијат станбени меури и други економски нерамнотежи. Некои влади, пак, ги игнорираа правилата поставени од страна на еврозоната, кои беше неопходно да се следат за да опстане еврото. Овие земји, освен што се согласија дека ќе го користат еврото како валута со единствена монетарна политика, дополнително не вложија ништо во правец на прилагодување на нивната економска политика на правилата на еврозоната.

Финансиската нестабилност во еврозоната почна да влијае на забавување на економскиот раст, што доведе до намалување на даночните приходи на земјите, а ги зголеми владините долгови. Високите долгови ги зголемија трошоците за позајмување на владите, притоа уште повеќе потхранувајќи ја финансиската нестабилност.

Она што ја прави должничката криза во еврозоната толку специфична е фактот што долгот на една индивидуална земја е неразделно поврзан со останатите земји во рамки на еврозоната. Доколку една земја не успее да си го исплати својот долг, тоа ќе се одрази на целиот банкарски систем на еврозоната, како и на целокупната економија.

Банките и владите на Грција, Ирска, Италија, Шпанија и Франција меѓусебно си должеа милијарди евра (обично во споредбите изразени во американски долари поради тоа што кризата беше иницирана во САД), а секоја од овие земји имаше уште поголеми долгови кон Велика Британија, Франција и Германија.

Должничката криза во еврозоната се појави главно како резултат на рецесијата предизвикана од глобалната финансиска криза, паричните трансфери за помош на банките и како резултат на слабото управување со јавните финансии во последните години, што беше неконзистентно со поставените принципи во Пактот за стабилност и економски раст и Мاستришкиот договор. До крајот на 2010 година должничката криза се продлабочи и стана уште покомплицирана идејата за буџетска консолидација.

Должничката криза од еврозоната во нејзината основа не е фискална криза, иако произлегува од фискални дефицити и огромни долгови на државите. Пред избувнувањето на глобалната финансиска криза, задолженоста на европските земји зафатени од кризата беше прилично ниска, со исклучок на Грција и Италија. Одредбите за ликвидност и национализацијата на приватните банки во периодот 2007 – 2009 година доведоа до пораст на задолженоста на овие земји. Секако дека кризата не беше предизвикана единствено од порастот на фискалните дефицити и порастот на јавниот долг на земјите. Постојат и други макроекономски и структурни фактори кои доведоа до појава на должничката криза во еврозоната. Прво, станува збор за комбинација од единствена монетарна политика и повеќе национални фискални политики. Европската економска и монетарна унија е монетарна унија, но не и фискална. Оваа структура, која дозволуваше слободно и индивидуално водење на фискалните политики на секоја земја во рамки на една монетарна унија со заедничка монетарна политика, доведе до разлики во стапките на инфлација во земјите членки на еврозоната. Разликите во стапките на инфлација

доведоа до опаѓање на трговската конкурентност на високоинфлациските земји, како што се Грција и Шпанија. Земјите немаа опција да извршат депресијација на девизниот курс за да ја подобрат конкурентноста на економијата поради користењето на заедничка валута. Трговските дефицити почнаа да растат во јужните европски земји. Иако Мастришките критериуми и Пактот за стабилност и економски раст поставија некои фискални правила кои мораа да се почитуваат, овие правила неколку пати беа прекршувани дури и од страна на најсилните земји од еврозоната, како што се Германија и Франција. Структурните разлики кои сè повеќе се јавуваа помеѓу земјите членки влијаеја на ефективноста на заедничката монетарна политика воведена од страна на Европската централна банка, што со текот на времето доведе до појава на макроекономски нерамнотежи во рамки на Унијата. Главната структурна разлика помеѓу земјите членки се рефлектираше на агрегатната продуктивност и конкурентноста на цените и платите, што, пак, директно влијаеше на надворешните рамнотежи.

Владините проблеми и донесувањето одлуки во рамки на Унијата, исто така, беа битни фактори за продлабочување на кризата. Во неколку случаи одговорот на европските влади беше нецелосен, неадекватен и задоцнет, што предизвика намалување на кредибилитетот во смисла на справување со кризата.

Земјите од еврозоната беа соочени со огромна потреба од комплементарна економска унија со добро дефинирани пропишани правила, кои мора да се почитуваат од страна на сите земји членки и да се поддржани од страна на клучните институции. Ова би ја зајакнало реалната економија и би довело до враќање на планираното ниво на економски раст во рамки на Унијата.

Четири земји членки на еврозоната мораа да бидат спасени со помош на финансиски програми за излез од кризата, обезбедени заеднички од страна на ММФ и Европската комисија, со дополнителна техничка поддршка од страна на Европската централна банка. Овие три меѓународни организации, кои за време на должничката криза се јавија во функција на кредитори, се познати под заедничкото име Тројка. Должничката криза во еврозоната во најголем обем се разви во Грција, Ирска, Италија, Шпанија и Португалија. Но, и покрај тоа, должничката криза продолжи да постои како проблем за целата еврозона, водејќи кон шпекулации во

врска со нејзиното прелевање во други земји од Европската Унија, како и кон шпекулации за потенцијален распад на еврозоната. Овие пет земји членки на еврозоната продолжија да бараат помош од останатите земји до крајот на 2012 година.

На средината на 2012 година, поради успешната фискална консолидација и имплементацијата на структурни реформи во земјите кои беа најзафатени од кризата, но и поради различните политички мерки преземени од лидерите на Европската унија и Европската централна банка, финансиската стабилност во еврозоната беше значително подобрена, а каматните стапки почнаа да опаѓаат. Ова придонесе за намалување на ризикот од пренесување на кризата во земјите кои не беа погодени од неа. Од октомври 2012 само три од земјите од еврозоната (Грција, Португалија и Кипар) сè уште се справуваа со високи долгорочни каматните стапки (над 6 %). До јануари 2013 година, успешните аукции низ еврозоната, пред сè во Ирска, Шпанија и Португалија, покажаа дека инвеститорите почнуваат да ја враќаат довербата во овие земји и дека тие веруваат во успешноста на активностите преземени од страна на Европската централна банка за справување со кризата. Во ноември 2013 година Европската централна банка ја намали нејзината стапка на 0,25 % за да овозможи опоравување на еврозоната од должничката криза. Во мај 2014 година, само на две земји од еврозоната (Грција и Кипар) сè уште им беше потребна финансиска помош од останатите земји.

Можеме да заклучиме дека во основата на европската криза стои институционалната асиметрија вградена во Европската монетарна унија уште од нејзиното основање. Западноевропските земји влегоа во монетарната унија со институционална рамка која добро одговара со стратегиите за раст водени од извозот, што во тој контекст води кон успешни приноси за нив, додека јужноевропските земји во монетарната унија влегоа со болни институционални рамки, притоа губејќи го капацитетот за девалвација на кој дотогаш се потпираа. Овие прашања беа избегнати да се одговорат при дизајнирањето на Европската монетарна унија, а и денес сè уште се игнорирани од страна на оние кои сметаат дека излезот од тековната криза на јужноевропските економии треба да биде идентичен со оној применуван од страна на западноевропските земји.

Денес, неколку години по почетокот на глобалната должничка криза, јасно е дека главните причини за појава на оваа криза лежат уште во глобалната финансиска криза, а секоја поединечна земја си има своја приказна за настаните кои ја следеле во овој период. Конкретно, глобалната должничка криза во еврозоната се должи на откривањето на пропустите во структурата на еврозоната (како монетарна унија) од страна на финансиските пазари, како и на слабите, несоодветните и доцните реакции на владите како одговор на кризата.

Институционалната поставеност на Економската и монетарна унија и на еврото како валута, дефинитивно не беше соодветна за услови на криза од овој ранг.

Како клучни слабости на системот на ЕУ се детектирани: преголемиот фокус на буџетскиот дефицит на земјите, наместо на нивото на владиниот долг; недостигот на следење на конкурентноста и макроекономските нерамнотежи; слабиот притисок за наметнување на правилата на ЕУ; бавниот капацитет на донесување одлуки на ниво на ЕУ во целост; непостоење на механизам за итно финансирање. Поради овие слабости на системот, Грција, Ирска, Португалија, Шпанија и Кипар не беа во можност да позајмуваат на финансиските пазари по пристапни каматни стапки. Неопходно беше ЕУ да пристапи на помош, што резултираше со креирање на механизам за справување со кризи и финансиско оградување, така што големи износи на средства беа ставени на располагање да се искористат од страна на земјите членки, кои беа соочени со финансиски проблеми, и тоа во итни случаи.

Со ширењето на ефектите од глобалната должничка криза се постави прашањето колкави се шансите да се распадне Европската монетарна унија. Јасно е дека лошото менаџирање на европските лидери играше значајна улога за разгорување на кризата, но, исто така, е јасно дека некои земји членки западнаа во подлабоки кризи од останатите.

Покрај официјалните одговори за излез од кризата дадени од страна на Европската Унија, ММФ и Европската централна банка, голем број различни и уникатни алтернативи постоеја за Грција, Ирска, Португалија, Шпанија и за останатите задолжени земји за да се справат со ефектите од должничката криза.

Грција беше првата земја која изгуби пристап на пазарите на капитал во мај 2010 година, а по неа следуваа Ирска, во ноември 2010 година, и Португалија, во мај 2011

година. Шпанија и Кипар, исто така, побараа финансиска помош во 2012 и 2013 година соодветно, иако Шпанија бараше единствено рекапитализација на нејзините банки, наместо целосна финансиска помош за излез од кризата. Италија не делуваше заинтересирана да побара финансиска помош, особено откако нејзиниот новоизбран премиер, во пролетта 2014 година, иницираше бројни економски и политички реформи. Ирска ја напушти официјалната програма за финансиска помош за излез од кризата на крајот на 2013 година, по што следуваše Португалија во мај 2014 година. Грција е единствената земја членка на Европската Унија која го реструктурираше својот долг, која и покрај тоа, сè уште ја нема напуштено програмата од Тројката за излез од кризата. На 30 јуни 2015 година Грција стана првата развиена земја која не успеа да изврши отплата на нејзиниот долг кон ММФ. Во тоа време грчкиот јавен долг изнесуваше 323 милијарди евра.

За сите овие години откако се појави глобалната должничка криза, беа понудени повеќе можни решенија за излез од должничката криза, како што се: реструктурирање на долгот, употреба на странски инвестиции за стимулација и подобрување на економската состојба на погодените земји, излез од Европската монетарна унија, излез од Европската Унија, Договор за фискална стабилност во рамки на ЕУ и фискална компактност, издавање еврообврзници, формирање на Европска фискална унија, опоравување на европските банки и воведување авторитет за излез од криза, формирање на Европски монетарен фонд, формирање на банкарска унија во рамки на Европската Унија.

Европската должничка криза, како и грчката должничка криза, создадоа нови негативни состојби и нови услови под кои ќе се спроведува процесот за пристап на нови земји во ЕУ. Како резултат на исклучително високата меѓузависност на повеќето балкански економии со оние од еврозоната, европската криза, а особено пропаѓањето на грчката економија имаа штетни последици врз економиите од регионот, во смисла на макроекономска реализација, странски директни инвестиции, трговски текови, дознаки од странство итн. Овие негативни ефекти врз економиите од балканскиот регион ќе придонесат за потешко постигнување на условите, додека критериумите и условите за влез во ЕУ, согласно процесот за стабилизација и асоцијација, ќе станат уште потешки.

Грција е земја која доживеа непроценлива економска криза пропратена со дезинтеграција на нејзината инфраструктура, нарушување на нејзиниот политички систем и подвоеност на нејзината социјална структура. Мерките за штедење водени последниве години од страна на грчкиот парламент претставуваат најагресивно фискално и социјално прилагодување во една демократска земја во повоениот период во Европа.

Иако трговијата, банкарството, приливите на странски директни инвестиции и дознаките се канали преку кои беше најверојатно да се пренесе кризата од Грција во другиот дел од Балканот, сепак, ниедна друга балканска земја не се најде ни во приближно иста ситуација како Грција.

Ретроактивно гледано, можеме да заклучиме дека единствени реално забележливи ефекти на криза во Македонија се појавија во 2009 година, како резултат на глобалната финансиска криза, а во многу поголема мера отколку од глобалната должничка криза. Во Македонија во 2009 година дојде до пад на побарувачката и домашната потрошувачка, пад на извозот, а следствено на тоа и пад на производството и пад на БДП. Домашната побарувачка опадна, и тоа како резултат на намалувањето на расположливиот кредит од кредитните пазари во регионот, но, исто така, опадна и странската побарувачка, пред сè од Западна Европа. Како резултат на тоа во Македонија дојде до намалување на трговијата и на инвестициските партнери од Западна Европа, кои беа погодени од кризата, пад на извозот и пад на продуктивните сектори во реалната економија. БДП на земјата опадна. Стапката на реален пораст на БДП, која во последните пет години се движеше над 5 % годишно (2004 – 2008 година), во 2009 година достигна негативна вредност од -0,4 %. Извозот на стоки во периодот од 2004 до 2008 година континуирано растеше, во просек по 15 % годишно, а во 2009 година забележа пад за речиси 30 %. Веќе во 2010 и во 2011 година економијата почна да се враќа на нозе. Беа забележани позитивни стапки на реален пораст на БДП, а извозот на стоки продолжи да расте по претходно воспоставениот тренд. Во 2012 година, кога беа најсилни ефектите од глобалната должничка криза во светот, повторно дојде до блага стагнација на БДП и стагнирање на порастот на извозот, но овие ефекти беа многу послаби отколку ефектите кои се осетија во Македонија во 2009 година.

Како подолгорочни решенија на целата криза, владите од сите земји мораа да направат измени во нивните регулативи. Со новата регулатива и со новите владини реформи би се коригирале недостатоците во системот, кои се лоцирале како резултат на настанување на кризата, иако тоа не значи дека нема да има отворен простор за нови кризи. Фундаменталните реформи во финансискиот систем се состојат од реформи на меѓународното банкарство и финансии (како што се: Законот за хармонизирано опоравување на банките и воведувањето механизам за излез од криза од 2012 година, реформи на кредитните деривативи преку шалтер, реформи за подобрување на процесот на секјуритизација), реформи на меѓународната трговија и Светската трговска организација, реформи на бретонвудските институции (ММФ и Светска банка), реформи за давање поголемо право на глас и поголема моќ на земјите во развој и сиромашните земји од глобалната економија. Пропишани се нови Базел 3 стандарди, дефинирани како одговор на кризата, а нивните правила имаат за цел да ја унапредат способноста на банкарскиот сектор да апсорбира шокови кои произлегуваат од финансиски и економски стресни ситуации, без разлика на конкретните причини кои довеле до тие ситуации, притоа намалувајќи го ризикот од прелевање на кризата од финансискиот сектор во реалната економија. Базел 3 стандардите се построги од претходните, а нивната примена би требало да придонесе за поголема и поквалитетна капитална основа на банките, адекватно управување со ризиците, воведување нов параметар, кој би претставувал однос помеѓу капиталот и вкупниот леверидж на банката и одредување на неговото максимално ниво, утврдување на мерките кои ќе ги обврзат банките и во добри времиња да издвојуваат повеќе средства кои понатаму би можеле да се искористат во периоди на криза, како и воведување на два глобални стандарди за ликвидност на меѓународно активните банки. Новопропишаните Базел 3 стандарди се очекува да се применуваат во целост во банките на меѓународно ниво од 1 јануари 2019 година. Во 2012 година раководителите на владите и државите од ЕУ, како одговор на новонастанатата должничка криза во еврозоната, се договорија да воспостават банкарска унија во рамки на ЕУ. Целта на банкарската унија е да го направи европскиот банкарски сектор потранспарентен, унифициран и посигурен.

Банкарската унија од 2014 година се состои од два главни сегмента, и тоа: Единствен механизам за супервизија и Единствен механизам за донесување на одлуки. Единствениот механизам за супервизија и Единствениот механизам за донесување на одлуки се базирани на Единствена книга на правила во рамки на ЕУ, односно се базирани на единствена финансиска регулативна рамка, и тоа од: Директивата за опоравување и разрешување на банките, Директивата за капитални барања, Регулативата за капитални барања, Директивата за шеми на гаранции на депозити. Како дел од реформите воведени со цел да се имплементира банкарската унија беа поставени три европски супервизорски тела, кои имаа за цел да помогнат при координација на работата на националните регулатори од различните земји членки, како и да обезбедат конзистентно воспоставување на правилата на ЕУ во сите земји членки. Овие тела се: Европскиот банкарски авторитет (кој врши банкарска супервизија, вклучително и супервизија на рекапитализацијата на банките), Европскиот авторитет на хартии од вредност и финансиски пазари (кој врши директна супервизија на пазарите на капитал, притоа почитувајќи ги насоките на кредит рејтинг-агенциите и правилата на пазарите) и Европскиот осигурителен и пензиски авторитет (кој врши супервизија во доменот на различните видови осигурување). Европската финансиска супервизија е воведена со цел да осигури дека банките се подобро капитализирани, дека банките се однесуваат одговорно и дека се во можност да позајмуваат пари преку издавање кредити на населението и на бизнисите. На овој начин ЕУ обезбедува дополнителна сигурност дека депозитите на населението се заштитени, а даночните обврзници не се принудени да плаќаат поголеми даноци со цел да спречат банкрот на банките.

Депозиторите од цела ЕУ ќе бидат позаштитени. Преку воведување на речиси 30 дополнителни мерки ЕУ работи на тоа да изгради поефективен финансиски сектор, базиран на појаки и полесно прилагодливи банки, но и поцврста регулативна и супервизиска рамка.

Потпишани се и дополнителни договори во рамки на ЕУ, како што е Договорот за фискална стабилност од 2012 година, кој претставува построга верзија на Пактот за стабилност и економски раст. Договорот имплементира построги ограничувања на владината потрошувачка и задолжување, вклучувајќи автоматски санкции за

земјите кои ќе ги прекршат правилата. Воспоставени се нови инструменти за надзор со цел да се обезбеди дека земјите од еврозоната ги прифаќаат економските политики, дека овозможуваат конкурентност и промовираат раст и отворање на нови работни места. ЕУ вовеле и нова рамка за следење и навремена корекција на макроекономските нерамнотежи. Целта е да се детектира ризичниот развој на настаните, како, на пример, настаните поврзани со меури на одредени средства и слабеење на конкурентноста, пред тие да станат закана за стабилноста на некоја земја членка на ЕУ, на еврозоната или на ЕУ во целост. Исто така, оформени се и дополнителни тела во рамки на ЕУ за зголемена контрола врз институциите, пазарите и одделните влади.

Преку сите овие мерки во меѓународни рамки и во рамки на ЕУ се коригираа недостатоците на системот кои дозволија да се развијат неодамнешните глобални кризи и во голема мера би превенирале од повторно настанување на кризи од таков ранг, барем во блиска иднина. Тоа не исклучува дека има и други пропусти во системот кои би можеле да дозволат развој на кризи, но, секако, од друга природа и причинители.

Со повисоко ниво на интеграција во сите сегменти во рамки на ЕУ и пошироко во меѓународни размери, со поцврсти и хармонизирани регулативни рамки, зголемена контрола и поголема транспарентност се намалуваат можностите за развој на глобални кризи.

6. Референци

- Adams, Z, Füss, R, and Gropp, R. (2013), “Spillover Effects among Financial Institutions: A State Dependent Sensitivity Value at Risk Approach (SDSVar)”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, SAFE Working Paper Series No.20, Frankfurt am Main
- Allen, F. and Carletti, E. (2006), “Credit Risk Transfer and Contagion”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, pp. 89-111
- Allen T. (2011), “Euro area unemployment rate at 10.0%, EU27 at 9.5%”, Eurostat news release euroindicators, Eurostat Press Office, available at: http://europa.eu/rapid/press-release_STAT-11-143_en.htm?locale=en (accessed 30 December 2011)
- Andrews, W. and McCormack, K. (2008), “Another Black Monday for Wall Street”, *Bloomberg*, September 30, 2008, available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2008-09-29/another-black-monday-for-wall-streetbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice> (assessed 10 October 2008)
- Ashcraft, A. and Schuermann, T. (2008), “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.318, Federal Reserve Bank of New York, March
- Baldwin, R. and Giavazzi, F. (2016), “How to fix Europe’s monetary union - Views of leading economists”, Centre for Economic Policy Research Press, available at: http://voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2_upload.pdf (accessed 2 December 2016)
- Barley, R. (2013), “Euro-Zone Bonds Find Favor”, *Wall Street Journal*, available at: <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887323854904578259942900715134.html> (accessed 30 January 2013)
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), “Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems”, Bank for International Settlements, Basel, December
- Basel Committee on Banking Supervision (2011), “Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement”, Consultative document, Bank for International Settlements, Basel, July
- BBC (2010), “Greek bonds rated 'junk' by Standard & Poor's”, available at: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/8647441.stm> (accessed 22 May 2010)
- BBC, (2012), “Greece unemployment hits a record 25% in July”, available at: <http://www.bbc.com/news/business-19911058> (accessed 10 November 2012)

- Blair, A. (2012), *The European Union: A Beginner's Guide*, Oneworld Publications, Oxford, p.164
- Booker, C. (2010), 'The euro crisis is a judgment on the great lie of 'Europe'', available at: <http://www.telegraph.co.uk/comment/columnists/christopherbooker/7754100/The-euro-crisis-is-a-judgment-on-the-great-lie-of-Europe.html> (accessed 10 June 2010)
- Bordo, M., Markiewicz, A. and Jonung, L. (2011), "A fiscal union for the euro: Some lessons from history", Working Paper No. 17380, NBER, September
- Brunnermeier, M. K. (2009), "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.23 No.1, pp. 77–100
- Buffett, W. (2003), "Letter to Berkshire Hathaway shareholders", Berkshire Hathaway Inc. 2002 Annual Report, Omaha
- Carvalho, J. (2014), *The Crisis of Our Time*, Author House LLC, Bloomington, p.157
- Case, K.E., Quigley, J.M. and Shiller, R.J. (2005), "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", *Advances in Macroeconomics*, Vol.5 No.1, Article 1
- Central Statistics Office (2013), "Quarterly National Accounts – Quarter 4 2012", available at: http://www.cso.ie/en/media/csoie/releasespublications/documents/latestheadlinefigures/qna_q42012.pdf (accessed 21 March 2013)
- CIA - Central Intelligence Agency (2012), "The World Factbook – Italy", available at: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/it.html> (accessed 10 June 2013)
- Cifuentes, A. (2008), "Testimony of Arturo Cifuentes – Turmoil in U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies", in *Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, U.S. Senate, Washington, D.C., April
- Coulibaly, B. (2009), "Currency Unions and Currency Crises: An Empirical Assessment", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 14, pp. 199-221.
- Daily News and Analysis (2009), "India Shining no more", available at: <http://www.dnaindia.com/money/report-india-shining-no-more-1234901> (accessed 5 March 2009)
- DeGrace, T. (2011), "The housing market crash of 2007 and what caused the crash", available at: <http://www.stockpickssystem.com/housing-market-crash-2007/> (accessed 13 January 2012)
- Dell'Ariccia, G., Detragiache, E. and Rajan, R. (2008), "The Real Effect of Banking Crises", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17, pp. 89-112.

- Der Standard.at (2014), “Portugal kehrt an Finanzmärkte zurück”, available at: <http://derstandard.at/2000001319627/Portugal-kehrt-ohne-Sicherheitsnetz-an-Finanzmaerkte-zurueck> (accessed 20 May 2014)
- Dodd, R. (2000), “The role of derivatives in the East Asian Financial Crisis”, Working Paper No. 20, CEPA – Centre for Economic Policy Analysis – Working Paper Series III, International Capital Markets and the Future of Economic Policy, November
- Draghi, M. and Constancio, V., (2012), “Introductory statement to the press conference (with Q&A)”, available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html> (accessed 10 October 2012)
- Duttagupta, R. and Cashin, P. (2011), “Anatomy of banking crises in developing and emerging market countries”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 30 No. 2, pp. 354-376
- EBRD Staff (2011), “Crisis and Transition: The People’s perspective”, Transition report, EBRD, London
- Economic and Financial Affairs (2014), “EU Economic Governance – Strong economic rules to manage the euro and economic and monetary union”, European Commission; available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/general/pdf/eu_economic_governance_en.pdf (accessed 10 May 2015)
- Eichengreen, B. (2014), “Is there a Fiscal Union in Europe’s Future?”, *Finanz und Wirtschaft*, available at: <http://www.fuw.ch/article/is-there-a-fiscal-union-in-europes-future/> (accessed 10 May 2015)
- European banking authority (2016), “Interactive Single Rulebook”, available at: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook> (accessed 15 May 2016)
- European Central Bank (2012), “Long-term interest rate statistics for EU Member States”, available at: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html> (accessed 13 November 2012)
- European Commission (2008), “State aid NN 48/2008 – Ireland Guarantee scheme for banks in Ireland”, European Commission, Brussels, 13 October
- European Commission (2012), “The Second Economic Adjustment Programme for Greece”, Occasional Papers 94, European Commission, March
- European Commission (2016), “Compliance Report The Third Economic Adjustment Programme for Greece”, First Review, European Commission, June

European Commission Press Release (2012), “New crisis management measures to avoid future bank bail-outs”, European Commission, 6 June

European Commission Staff (2011), “State Aid Scoreboard”, COM(2011) 848 final, European Commission, Brussels, Autumn 2011 Update

European Commission Staff (2013), “Assessment of the 2013 national reform programme and stability programme for ITALY Accompanying the document Recommendation for a Council Recommendation on Italy’s 2013 national reform programme and delivering a Council Opinion on Italy’s stability programme for 2012-2017”, working document, European Commission, 29 May

European Commission Staff (2014), “A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the eurozone”, European Commission, Brussels, 28 March

European Commission, Economic and Financial Affairs, (2011) “Public finances in EMU 2011”, European Economy 3/2011, European Commission, Brussels

Eurostat (2014), “EU Labour Force Survey”, available at: https://ycharts.com/indicators/italy_youth_unemployment_rate_lfs (accessed 13 February 2014)

Financial Stability Board Report to G20 Leaders (2013), “Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability”, working paper, Financial Stability Board, 5 September

Forelle, C. and Steinhauser, G. (2012), “Latest Europe Rescue Aims to Prop Up Spain”, *The Wall Street Journal*, available at: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303768104577458562351966868> (accessed 4 December 2012)

Gaffen, D. (2008), “Three-Month Bill Yield Goes Negative”, *The Wall Street Journal*, available at: <http://blogs.wsj.com/marketbeat/2008/12/09/three-month-bill-yield-goes-negative/> (accessed 10 December 2008)

Gilbert, A.R. (1986), *Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away*, Federal Reserve Bank of St.Louis

Goldfarb, Z.A. (2011), “S&P downgrades U.S. credit rating for first time”, *The Washington post*, available at: https://www.washingtonpost.com/business/economy/sandp-considering-first-downgrade-of-us-credit-rating/2011/08/05/gIQAqKeIXI_story.html (accessed 10 August 2011)

Goswami, M., Jobst, A. and Long, X. (2009), “An Investigation of Some Macro-Financial Linkages of Securitization”, IMF Working Papers 09/26, International Monetary Fund, February

Greenspan, A. (2004), “Remarks on Economic Flexibility”, in *Before the HM Treasury Enterprise Conference*, London

Greenspan, A. (2007), “A global outlook”, *Financial Times*, available at: <http://www.ft.com/content/976b7442-6486-11dc-90ea-0000779fd2ac> (accessed 15 November 2007)

Hall, P. A. (2013), “Anatomy of the Euro Crisis.”, *Harvard Magazine*, available at: <http://harvardmagazine.com/2013/07/anatomy-of-the-euro-crisis> (accessed 6 December 2013)

Hongjiang, W, (2009), “Japan’s Industrial production falls 10% in January from December”, available at: http://news.xinhuanet.com/english/2009-02/27/content_10907299.htm (accessed 5 March 2009)

Iceland Chamber of Commerce (2011), “The Icelandic Economic Situation”, Status Report, 13th edition, Iceland Chamber of Commerce, Reykjavik, April

IMF External Relations Department (2008), “IMF Announces Staff-Level Agreement with Kyrgyz Republic on Arrangement under the Exogenous Shocks Facility”, Press Release No. 08/268, 3 November

IMF Staff (2009), “World Economic Outlook – Crisis and Recovery”, World Economic and Financial Surveys, IMF, April

IMF Staff (2015), “2015 Article IV Consultation with the United States of America-Concluding Statement of the IMF Mission”, IMF, 4 June

IMF Survey Online (2008), “IMF and Iceland Outline \$2.1 Billion Loan Plan”, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/car102408a.htm> (accessed 30 October 2008)

IMF Survey Online (2008), “IMF Set to Lend Ukraine \$16.5 Billion, In Talks With Hungary”, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/car102608b.htm> (accessed 30 October 2008)

IMF Survey Online (2008), “Pakistan Gets \$7.6 Billion Loan from IMF”, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/car112408c.htm> (accessed 26 November 2008)

IMF Survey Online (2008): “IMF, EU, and World Bank Line Up \$25 Billion for Hungary”, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/car102808b.htm> (accessed 30 October 2008)

IMF Survey Online (2010), "Europe and IMF Agree €110 Billion Financing Plan With Greece", available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/car050210a.htm> (accessed 22 May 2010)

IMK (2011), "Research based on data from IMK-Düsseldorf, OFCE-Paris and WIFO-Vienna", IMK, Düsseldorf

ISTAT (2015), Quarterly national accounts-Italy, available at: <https://www.istat.it/en/archive/161246> (accessed 29 May 2015)

Joint Center for Housing Studies of Harvard University (2008), *The State of the Nation's Housing: 2008*, Cambridge, MA, p. 39

Јовановски, Б. (2015), "Банките во Македонија без последици од кризата во Грција", достапно на: <https://mk.voanews.com/a/greece-financial-crisis-macedonian-banks/2842509.html> (пристапено на 3 јули 2015)

Kamat, A. and Agrawal, A. (2013), "Securitization – Accounting reforms since the financial crisis of 2008", working paper, Tata Consultancy Services Limited, May

Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A. and Vig, V. (2010), "Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125 No.1, pp. 307-362

Khan, M. (2015), "Fiscal union will never fix a dysfunctional eurozone, warns ex-IMF chief Blanchard", *The Telegraph*, available at: <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/11919355/fiscal-union-eurozone-emu-olivier-blanchard-imf.html> (accessed 2 November 2015)

Kindleberger, C. P. (1989), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, revised ed. New York: Basic Books.

Kolasa-Sikiaridi, K. (2016), "Documented Greek Unemployment Holds at 23.5% in May", available at: <http://greece.greekreporter.com/2016/08/04/documented-greek-unemployment-holds-at-23-5-in-may/> (accessed 10 August 2016)

Kosakowski, P. (2008), "The Fall Of The Market In The Fall Of 2008", available at: <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/subprime-market-2008.asp> (accessed 2 January 2009)

Kroszner, R.S., Laeven, L. and Klingebiel, D. (2007), "Banking crises, financial dependence, and growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 84 No.1, pp. 187-228

- Kumar, P.V. (2008), "Indexes fall hard on bloody Friday", available at: <http://www.marketwatch.com/story/indexes-fall-hard-on-bloody-friday?dist=TNMostRead> (accessed 30 October 2008)
- Laeven, L. and Valencia, F. (2008), "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Papers 08/224, International Monetary Fund, November
- Laeven, L. and Valencia, F. (2014), "Systemic Banking Crises" in Claessens, S., Kose, M. A., Laeven, L. and Valencia, F. (Ed), *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, IMF Publications, pp. 61-138
- Lai, A. (2016), "Currency Introduction: Euro", available at: <https://prezi.com/-1blzqhm8cyr/currency-introductioneuro/> (accessed 24 December 2016)
- Lapavistas, C., Kaltenbrunner, A., Lindo, D., Michell, J., Paineira, J. P., Pires, E., Powell, J., Stenfors, A. and Teles, N. (2010), "Eurozone crisis: beggar thyself and thy neighbor", *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, Vol.12 No.4, pp. 321-373.
- Liargovas, P. (2012), *Greece: Economics, Political and Social Issues*, Nova Science Publishers, p. 1-9.
- Liebowitz, S. (2008), "Anatomy of a train wreck, causes of the mortgage meltdown". Independent Policy Report, 3 October
- Lin, C. Y-Y., Edvinsson, L., Chen, J. and Beding, T. (2012), *National Intellectual Capital and the Financial Crisis in Greece, Italy, Portugal, and Spain*, Springer Science & Business Media, New York
- Maidment, G. (2008), "S&P 500 October Winners & Losers", Forbes, available at: <http://www.forbes.com/2008/10/31/winners-losers-telecom-pf-ii-1031scorecard.html> (accessed 10 November 2008)
- Matthews, C. (2015), "Forget Greece, Japan is the world's real economic time bomb", available at: <http://fortune.com/2015/02/26/japan-economic-time-bomb/> (accessed 12 June 2015)
- Milingos, S. (2002), "The Greek Plan for developmental assistance to the Balkans and Greek enterprises", *Agora without Frontiers*, Vol.8 No.1, p. 29.
- Miller, M. H., (1995), "Do we really need more regulation of financial derivatives?", *Pacific-Basin Finance Journal*, Elsevier, Vol. 3 No.2-3, pp. 147-158
- Ministry of Economics of Greece Staff (1999), "Greek Plan for the Economic Reconstruction of the Balkans", Division of International Economic Relations, Ministry of Economics of Greece, Athens

Ministry of Economics of Greece Staff (2011), “Hellenic Plan for the Economic Reconstruction of the Balkans”, available at: http://www.mfa.gr/images/docs/periferiaki_politiki/HiPERB_en.pdf (accessed 23 June 2012)

Mollenkamp, C., Ng, S., Plevin, L. and Smith, R. (2008) “Behind AIG's Fall, Risk Models Failed to Pass Real-World Test”, available at: <http://www.wsj.com/articles/SB122538449722784635> (accessed 21 December 2008)

Moore, J. (2016), “Will Italian banks spark another financial crisis?”, available at: <http://globalriskinsights.com/2016/03/will-italian-banks-spark-another-financial-crisis/> (accessed 18 April 2016)

Morris, R., Ongena, H. and Schuknecht, L. (2006), “The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact”, Occasional Paper Series, No. 47, European Central Bank, June

Mullins, D.W.Jr. (1993), “Remarks on the Global Derivatives Study Sponsored by the Group of Thirty”, in *Before the International Swaps and Derivatives Association Summer Conference*, New York

НБРМ (2015), “Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2014 година”, работен документ, Дирекција за финансиска стабилност и банкарска регулатива, Сектор за супервизија, банкарска регулатива и финансиска стабилност, НБРМ, Скопје, септември

Нова Македонија (2010), “Трчката криза може да предизвика главоболки и во Македонија”, достапно на: <http://www.novamakedonija.com.mk/NewsDetal.asp?vest=28101044258&id=10&setIzdanie=21904> (пристапено на 28 февруари 2010)

O'Malley, C. (2014), *Bonds without Borders: A History of the Eurobond Market*, John Wiley & Sons, p.202

Padoan, P.C., (2014), “Speaking on behalf of Albania, Greece, Italy, Malta, Portugal, San Marino”, International Monetary and Financial Committee, Washington, 10-11 October

Panagiotou, R. (2013), “The Greek crisis as a crisis of EU enlargement: how will the Western Balkans be affected?”, *Southeast European And Black Sea Studies*, Vol. 13, Iss. 1, pp. 89-104

Panagiotou, R. and Valvis, A.I. (2014), “How is the sovereign debt crisis affecting Greece's relations with the Balkan countries and Greece's standing in the region?”, An initial impact assessment, SE Europe Programme, Athens, May

Parkin, B. and Tweed, D. (2010), “Greek crisis spreading ‘like Ebola’: OECD”, available at: <http://www.independent.ie/business/world/greek-crisis-spreading-like-ebola-oecd-26653250.html> (accessed 22 May 2010)

Peston, R. (2013), “ECB cuts interest rates to record low”, BBC, available at: <http://www.bbc.com/news/business-24851483> (accessed 10 November 2013)

Phillips, M.M. and Paletta, D. (2008), “Paulson Sees Credit Crisis Waning”, available at: <http://www.wsj.com/articles/SB121011652297872261> (accessed 10 May 2008)

Pilinkus, D., Svolka, A. and Bartkus, E. (2011), “The Role of Currency Board Regime During Economic Crisis”, *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, Vol 22 No.4, pp 392-401.

Pinto, E. (2011), *Three Studies of subprime and alt-A loans in the U.S. mortgage market*, International Center on Housing Risk, American Enterprise Institute for Public Policy Research, 5 February

Pittman, M. and Ivry, B. (2009), “US Taxpayers Risk \$9.7 Trillion on Bailout Programs”, available at: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=washingtontory&sid=aGq2B3XeGKok> (accessed 10 February 2009)

Rady, M. and Abdel, D. (2012), “Greece Debt Crisis: Causes, Implications and Policy Options”, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol.16, Special issue, pp. 87-96

Raiter, F. (2008), “Testimony before the Committee on Oversight and Government Reform”, Written Statement, United States House of Representatives, 22 October

Reinhart, C. and Rogoff, K. S. (2009), *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, New Jersey

Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2013), “Banking crises: An equal opportunity menace”, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Vol. 37 No.11, pp. 4557-4573

Schulmeister, S. (2011), “The European Monetary Fund – A systemic problem needs a systemic solution”, EMF Concept 10_11, Austrian Institute of Economic Research, Vienna and Patmos, 20 October

Scott, M. (2008), “Economic Problems Threaten Central and Eastern Europe”, *Bloomberg, Business Week*, 17 October

Securities and Exchange Commission (2008), “Summary Report of Issues Identified in the Security and Exchange Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies”, United States Securities and Exchange Commission, July, p.36

Selin, K. (2013), "Suicides rise sharply in Greece", available at:
<https://www.wsws.org/en/articles/2013/09/20/suic-s20.html> (accessed 30 September 2013)

Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, H.R.4173, at 111th Congress of the United States of America held December 2009 to January 2010

Serwa, D. (2010), "Larger Crises Cost More: Impact of Banking Sector Instability on Output Growth", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, pp. 1463-1481

Shin, H. S. (2009), "Securitisation and financial stability", *The Economic Journal*, Vol.119 No.536, pp. 309-332.

Стевковска, А. (2010), "Компаниите од Грција не се плашат дека кризата на кој било начин негативно ќе влијае врз нивното работење", *Утрински весник*, достапно на:
<http://www.utrinski.com.mk/?ItemID=5A8B2E3C0822BE4398C6BF7FFFD1457C>
(пристапено на 28 февруари 2010)

Stiglitz, J. (1990), "Symposium on Bubbles", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4 No. 2, pp. 13-18.

Stiglitz, J. (2008), "A crisis of confidence", available at:
<https://www.theguardian.com/commentisfree/cifamerica/2008/oct/22/economy-financial-crisis-regulation> (accessed 30 October 2008)

Stroupe, J.W. (2009), "Dollar Crisis in the making - The not-so-safe haven", *Asia Times*, available at: http://www.atimes.com/atimes/China_Business/KC17Cb02.html (accessed 20 March 2009)

The Council of the European Union (2011), "Council Recommendation on the implementation of the broad guidelines for the economic policies of the Member States whose currency is the euro", 2011/C 217/15, European Commission, Brussels, 12 July

The Guardian (2012), "Unemployment in Europe: get the figures for every country", available at:
<https://www.theguardian.com/news/datablog/2012/oct/31/europe-unemployment-rate-by-country-eurozone#data> (accessed 4 December 2012)

The Sydney Morning Herald (2008), "Russia, Indonesia suspend share trading", available at:
<http://www.smh.com.au/business/russia-indonesia-suspend-share-trading-20081008-4wu2.html>
(assessed 10 October 2008)

The Times of India (2008), "Economy grows 9% in 07-08", available at:
<http://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/Economy-grows-9-in-07-08/articleshow/3087265.cms?from=mdr> (accessed 15 June 2008)

Tirole, J. (1985), “Asset Bubbles and Overlapping Generations”, *Journal of Econometric Society*, Vol. 53 No. 5, pp. 1071-1100

Trading Economics (2016), “Greece Government Debt to GDP 1980-2016”, available at: <http://www.tradingeconomics.com/greece/government-debt-to-gdp> (accessed 10 December 2016)

Trichet, J-C. (2007), “Building Europe in a globalised world”, Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Challenges of the Twenty-first Century, European and American Perspectives Series at Harvard University European Central Bank, Boston, 23 October

Tufano, P. (2003), “Financial Innovation”, in Constantinides, G. M., Harris, M. and Stulz, R. M. (Ed), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol.1, Elsevier, North Holland, Amsterdam, pp. 307–336.

Watson, M. and Kajimoto, T. (2011), “S&P cuts Japan debt rating to AA minus”, *Reuters*, available at: http://www.reuters.com/article/japan-economy-debt-idUSTKX00717420110127?loomia_ow=t0:s0:a49:g43:r1:c0.428571:b41306514:z0 (accessed 10 August 2011)

Wearden, G. (2010), “Europe's financial crisis: as it happened”, *The Guardian*, available at: <https://www.theguardian.com/business/blog/2010/apr/28/greece-financial-crisis> (accessed 22 May 2010)

Whelan, K., (2013), *Ireland's Economic Crisis The Good, the Bad and the Ugly*, University College, Dublin

Winnett, R. (2008), “Financial crisis: London stock exchange suffers worst fall in history”, *The Telegraph*, available at: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/3147764/Financial-crisis-London-stock-exchange-suffers-worst-fall-in-history.html> (accessed 10 October 2008)

Zurnal.mk (2010), ““Д и Б” – Грчката криза ќе влијае на Македонија”, достапно на: <http://www.zurnal.mk/content/?id=271012147> (пристапено на 10 јули 2010)

7. Прилози

7.1. Хронолошки тек на настаните поврзани со настанувањето на глобалната финансиска криза (2008 – 2010) и нејзината трансформација во глобална должничка криза (2011–)

27 февруари 2007 – Хипотекарниот гигант „Фреди Мак“ (Freddie Mac) изјавува дека повеќе нема да купува од ризичните суппримарни кредити ниту од ризичните хипотекарни хартии од вредност.

2 април 2007 – Еден од водечките издавачи на суппримарни хипотекарни кредити „Њу сенчури фајненшл“ (New Century Financial) банкротира.

1 јуни 2007 – Рејтинг-агенциите „Стандард и Пурс“ (Standard and poor's) и „Мудис“ (Moody's) го намалуваат рејтингот на над 100 суппримарни хипотекарни обврзници.

7 јуни 2007 – „Беар Стернс“ (Bear Stearns) ги информира инвеститорите дека го прекинува откупот од еден од неговите фондови.

28 јуни 2007 – Федералниот комитет на отворен пазар (Federal Open Market Committee-FOMC) гласа за одржување на нивниот таргет за нивото на федералната каматна стапка (стапката по која банките си позајмуваат меѓусебно преку ноќ на неколатерализирана основа) на 5,25 %.

11 јули 2007 – „Стандард и Пурс“ става 612 суппримарни хипотекарни обврзници под кредитен надзор.

24 јули 2007 – „Кантривајд фајненшл корпорација“ (Countrywide Financial Corporation) предупредува за тешките услови во кои се наоѓа.

31 јули 2007 – Инвестициската банка „Беар Стернс“ (Bear Stearns) ликвидира два фонда за хеџирање кои инвестирале во ризични хартии од вредност, кои се однесуваат на суппримарни хипотекарни кредити.

6 август 2007 – Американската институција „Американ хоум мортгејџ инвестмент“ (American Home Mortgage Investment), која била специјализирана за хипотекарни кредити со прилагодлива стапка, запаѓа во банкрот.

7 август 2007 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за одржување на нивниот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 5,25 %.

9 август 2007 – „БНП Парибас“ (BNP Paribas), француската најголема банка, замрзна три од нејзините инвестициски фондови, нагласувајќи дека нема начин како да ја измери вредноста на комплексните средства кои ги поседува, познати како КДО, односно пакети од суппримарни хипотекарни кредити.

10 август 2007 – Бордот на ФЕД (FED) објавува дека ќе обезбеди резерви за да го промовира тргувањето на федералниот пазар на фондови по стапки блиску до таргетната каматна стапка на Федералниот комитет на отворен пазар од 5,25 %. Во тековните услови банките можат да се соочат со потреба од парични средства поради дислокациите на пазарот на пари и пазарот на капитал. Како и секогаш, ја остава отворена можноста за позајмување преку дисконтното прозорче, како расположлив извор на финансирање.

16 август 2007 – Агенцијата за кредитен рејтинг „Фич“ (Fitch) го намалува кредитниот рејтинг на гигантскиот издавач на хипотекарни кредити „Кантривајд фајненшл“ (Countrywide Financial) на трето најниско ниво на рејтинг БББ+. „Кантривајд фајненшл“ го позајмува целиот расположлив износ од 11,5 милијарди долари од кредитната линија со други банки.

17 август 2007 – Бордот на ФЕД (FED) изгласа за намалување на примарната кредитна стапка на 5,75 %, доведувајќи ја примарната кредитна стапка на само 50 базни поени над таргетот на Федералниот комитет на отворен пазар. Бордот ги зголемува максималните услови за примарно кредитно позајмување до 30 дена. Федералниот комитет на отворен пазар дава изјава за тековниот хаос на финансискиот пазар и нагласува дека значително се пораснати негативните ризици кои произлегуваат од тековниот раст.

14 септември 2007 – Британската банка „Нордерн рок“ (Northern rock) позајмува големи износи за да ги финансира хипотекарните кредити на нејзините клиенти и мора да го отплати нејзиниот долг преку секјуритизација на овие хипотекарни кредити на меѓународниот финансиски пазар. Но, со намалување на побарувачката за хипотекарни кредити, „Нордерн рок“ се соочува со ликвидносна криза и бара кредит од британската влада.

18 септември 2007 – Федералниот комитет на отворен пазар изгласа за намалување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка до 4,75 %. Бордот на ФЕД (FED) изгласа за намалување на примарната кредитна стапка на 5,25 %.

10 октомври 2007 – Американскиот секретар на трезорот, Паулсон, ја објави иницијативата за надеж сега, која претставува алијанса на инвеститори, сервисери, учесници на хипотекарниот пазар, поседувачи на кредити и домови, охрабрани од страна на трезорот и одделот за домови и урбан развој.

15 октомври 2007 – „Ситигруп“ (Citigroup), „Бенк оф Америка“ (Bank of America) и „ЏП Морган Чејс“ (JPMorgan Chase) објавуваат план за 80 милијарди долари „главен канал за зголемување на ликвидноста“ за да купат актива со висок рејтинг од постоечките средства за посебна намена.

31 октомври 2007 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за намалување на неговиот таргет за нивото на федерална каматна стапка на 4,50 %. Бордот на ФЕД (FED) гласа за намалување на примарната кредитна стапка на 5 %.

1 ноември 2007 – Притисоците на финансискиот пазар се интензивираат, одразувајќи ја намалената ликвидност на меѓубанкарските пазари.

11 декември 2007 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за намалување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 4,25 %. Бордот на ФЕД (FED) гласа за намалување на примарната кредитна стапка на 4,75 %.

21 декември 2007 – „Ситигруп“ (Citigroup), „Бенк оф Америка“ (Bank of America) и „ЏП Морган Чејс“ (JPMorgan Chase) го укинуваат планот за 80 милијарди долари „главен канал за зголемување на ликвидноста“, објавувајќи дека фондот не е потребен во моментот.

2008 – Американската економија влегува во рецесија. Кризата на супримарниот хипотекарен пазар ги „зарази“ сите кредитни пазари.

11 јануари 2008 – „Бенк оф Америка“ (Bank of America), најголемата банка во Америка според нејзината пазарна вредност, се согласува да го купи „Кантривајд фајненшл“ (Countrywide Financial) за околу 4 милијарди долари.

22 јануари 2008 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за намалување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 3,5 %. Бордот на ФЕД (FED) гласа за намалување на примарната кредитна стапка на 4 %.

24 јануари 2008 – Аналитичарите го прогласуваат најголемиот пад на продажбата на домови во САД на годишно ниво во последните 25 години.

30 јануари 2008 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за намалување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 3 %. Бордот на ФЕД (FED) гласа за намалување на примарната кредитна стапка на 3,5 %.

17 февруари 2008 – Национализирање на „Нордерн рок“ (Northern rock).

14 март 2008 – Инвестициската банка „Бер Стернс“ (Bear Stearns) е откупена од страна на „ЏП Морган“ (JP Morgan).

16 март 2008 – Бордот на FED гласа за намалување на примарната кредитна стапка на 3,25 %, со што се намалува нејзиниот распон во однос на федералната каматна стапка од 50 на 25 базни поени. Бордот, исто така, гласа за зголемување на максималната рочност на примарните кредитни заеми на 90 дена.

18 март 2008 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за намалување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 2,25 %. Бордот на ФЕД (FED) гласа за намалување на примарната кредитна стапка на 2,50%.

30 април 2008 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за намалување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 2 %. Бордот на ФЕД (FED) гласа за намалување на примарната кредитна стапка на 2,25 %.

6 мај 2008 – Американскиот секретар на трезорот од 2006 до 2009 година, Хенк Паулсон, во едно интервју во „Волстрит Журнал“ (Wall Street Journal) изјавил дека верува дека: „Најлошото е веќе зад нас“ (Phillips, Paletta 2008).

25 јуни 2008 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за одржување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 2 %.

11 јули 2008 – Федералните регулатори ја преземаат „Индимак федерал бенк“ (IndyMac Federal Bank) откако станува најголемата регулирана институција која била на праг на пропаст.

13 јули 2008 – Финансиските власти решаваат да им помогнат на двата најголеми издавачи на хипотекарни кредити во Америка, „Фани Мае“ (Fannie Mae) и „Фреди Мак“ (Freddie Mac), преку овластување на Федералната резервна банка на Њујорк да им позајми средства на двете агенции. Американскиот трезорен оддел објавува привремено зголемување во кредитните линии за „Фани Мае“ (Fannie Mae) и „Фреди Мак“ (Freddie Mac) и привремено овластување на трезорот, во случај на потреба да купува од капиталот на овие две агенции.

5 август 2008 – Федералниот комитет на отворен пазар гласа за одржување на неговиот таргет за нивото на федералната каматна стапка на 2 %.

7 септември 2008 – Американската влада ги спасува „Фени Меи“ (Fannie Mae) и „Фреди Мак“ (Freddie Mac) – двете огромни фирми кои гарантираа илјадници суппримарни хипотекарни кредити.

15 септември 2008 – Американската банка „Леман Брадс“ (Lehman Brothers) банкротира како резултат на големата изложеност на суппримарниот хипотекарен пазар, предизвикувајќи финансиска паника на светско ниво. Истовремено, друга американска банка – „Мерил Линч“ (Merrill Lynch) е преземена од страна на „Бенк оф Америка“ (Bank of America) за 50 милијарди долари.

16 септември 2008 – „Американ интернешнл груп“ (American International Group), најголемиот осигурувач во светот, прифаќа 85 милијарди долари финансиска помош од државата, со што на американската влада ѝ дава 79,9 % удел во компанијата.

17 септември 2008 – Најголемиот издавач на хипотекарни кредити во Велика британија „ХБОС“ (HBOS) е спасен од страна на „Лилојдс ТСБ“ (Lloyds TSB) по големиот пад на цената на неговите акции.

21 септември 2008 – Американските инвестициски банки се отфрлени од пазарот на акции, па „Голдман Сакс“ (Goldman Sachs) и „ЏП Морган Чејс“ (JP Morgan Chase), кои биле последните две инвестициски банки кои останале независни, ги измениле нивните статуси од инвестициски банки во банкарски холдинг-компаниии, кои ќе бидат предмет на поголема регулација од страна на ФЕД (FED), со тоа ставајќи го крајот на доминирањето на инвестициските банки.

25 – 29 септември 2008 – Пропаѓаат уште две американски банки, и тоа „Вашингтон мјучуал банк“ (Washington Mutual Bank) и „Ваховиа“ (Wachovia). Федералните власти ја затвораат „Вашингтон мјучуал банк“, а нејзините филијали и средства ги продаваат на „ЦП Морган Чејс“, како дел од најголемиот банкарски неуспех во САД.

28 септември 2008 – Европскиот банкарски и осигурителен гигант „Фортис“ (Fortis) е делумно национализиран со цел да може да опстане.

29 септември 2008 – Владата презема контрола на над 50 милијарди фунти од хипотекарни кредити од „Бредфорд“ (Bradford) и „Бинглис“ (Bingleys). Конгресот издвојува 700 милијарди долари финансиска помош од Волстрит, позната како ТАРП (TARP – troubled asset relief program), со што „Дау Џонс индустриал авереџ“ (Dow Jones industrial average) паѓа 778 поени, што претставува негов најголем еднократен пад во историјата.

30 септември 2008 – Ирската влада по падот во рецесија ги обезбедува депозитите во најголемите банки во земјата до две години.

3 октомври 2008 – Конгресот испраќа ревидирана верзија на финансиска помош ТАРП (TARP) и претседателот Буш ја потпишува. „Велс Фарго & Ко“ (Wells Fargo & Co), најголемата американска банка на западниот брег на САД, се согласува да ја купи „Ваховиа“ (Wachovia) за околу 14,8 милијарди долари.

7 – 8 октомври 2008 – Пропаѓаат трите најголеми комерцијални банки во Исланд – „Глитнир“ (Glitnir), „Кауптинг“ (Kaupthing) и „Лендсбанки“ (Landsbanki).

8 октомври 2008 – Намалување на каматните стапки за 0,5 % од страна на „Бенк оф Ингланд“ (Bank of England), Европската централна банка и ФЕД (FED).

13 октомври 2008 – Британската влада спасува неколку банки, вклучително: „Ројал банк оф Скотланд“ (Royal bank of Scotland), „Лилојдс ТСБ“ (Lloyds TSB) и „ХБОС“ (HBOS).

7 ноември 2008 –Податоците покажуваат дека 240.000 Американци ги изгубиле нивните работни места во последниот месец.

18 ноември 2008 – Извршните директори на „Форд“, „Дженерал моторс“ и „Крајслер“ сведочат пред Американскиот конгрес, барајќи кредит од државата од ТАРП-програмата.

23 ноември 2008 – Трезорот, ФЕД (FED) и „Федерал депозит инсјуранс корп“ (Federal Deposit Insurance Corp) се согласуваат да го спасат „Ситигруп“ (Citigroup) со пакет од гаранции, средства и капитал.

11 декември 2008 – Откако Ирска во септември 2008 година официјално влезе во рецесија, во декември 2008 година статистичарите од американската влада прогласија дека најголемата светска економија тоне. Токму тогаш ФЕД (FED) ги намали каматните стапки до нула проценти, што е најниска вредност во историјата. И Велика Британија по 16 години континуирана економска експанзија, исто така, влегува во рецесија, при што британската влада е принудена да преземе голем долг со цел да го спаси финансискиот систем од колапс.

19 декември 2008 – Американскиот трезор им одобрува кредит од 13,4 милијарди долари на „Дженерал моторс“ и 4 милијарди долари на „Крајслер“ од ТАРП (TARP).

5 март 2009 – „Бенк оф Ингланд“ (Bank of England) ги намалува каматните стапки до 0,5 %, што дотогаш е најниска нивна вредност.

26 март 2009 – Американскиот трезор поставува рамка за воведување на регулаторни реформи – Дод-Френк (Dodd-Frank) банкарската регулатива, која се фокусира на детектирање на системските ризици кои постојат во финансискиот систем.

21 мај 2009 – „Стандард и Пурс“ (Standard and Poor's) го проценува британскиот долг од стабилен во негативен поради дополнителната помош дадена во националниот банкарски систем. „Стандард и Пурс“ предвидува дека таа помош би можела да доведе до дуплирање на владиниот долг на ВБ до 100 проценти од нејзиниот БДП до 2013 година.

10 октомври 2009 – Избрана е нова влада во Грција.

16 октомври 2009 – Новата грчка влада прогласува дека финансиската задолженост на Грција е дуplo поголема од дотогаш пријавената.

27 април 2010 – Грчкиот долг добива најнизок рејтинг од страна на трите агенции за проценка.

2 мај 2010 – Грција прима финансиска помош од ММФ, што е прв сигнал дека глобалната должничка криза е на прагот. Додека САД се на пат на опоравување, европскиот банкарски сектор продолжува да се соочува со тешкотии.

28 ноември 2010 – На Ирска ѝ е одобрена финансиска помош.

5 мај 2011 – Европската централна банка ѝ дава финансиска помош на Португалија.

21 јули 2011 – Грција го добива вториот пакет финансиска помош.

5 август 2011 – „Стандард и Пурс“ (Standard and Poor's) го намалува рејтингот на американскиот долг.

12 февруари 2012 – Грција прифаќа најригорозни мерки за штедење од кога било.

12 март 2012 – Невработеноста во Европа достигнува највисоки нивоа.

12 јуни 2012 – Нивото на задолженост на Шпанија достигнува рекордно високи вредности.

26 јули 2012 – Претседателот на Европската централна банка изјавува дека и покрај тоа што глобалната должничка криза е во тек, Европската централна банка ќе направи сè што е потребно за да го спаси еврото.