



PREVAZIĆI ILI ODUSTATI: USPON I PAD EMU*

Marko Malović

*Institut ekonomskih nauka, Beograd, Srbija
marko.malovic@ien.bg.ac.rs*

Srdan Marinković

*Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet, Srbija
srdjan.marinkovic@eknfak.ni.ac.rs*

UDK
339.738
Originalni
naučni rad

Apstrakt: Nakon što je tokom dve decenije oličavala jevanđelje monetarnog ujedinjenja u praksi, EMU je na rubu raspada. Evropska (monetarna) unija, uključujući njen politički značaj i ekonomsku budućnost, nalazi se na prekretnici još od maja 2010, otnedavno dosegivši sam kraj „užeta za spasavanje“. Ovaj članak pokušao je razabrati istorijske i konstrukcione uzroke krize u Evrozoni, slojeve ili sastojke nevolje koja je u toku, kao i identifikovati kratkoročni, tehnički odgovor makroekonomske politike neophodan za izbegavanje pretećeg raspada EMU. Konačno, ali ne najmanje važno, članak je u duhu teorije igara razvio matricu isplativosti, kojom se uzimaju u obzir raspoloživ meni i preliminarno izgledni parovi dostupnih strategija, matricu koja je zauzvrat identifikovala tri osobene ravnoteže, jedna od kojih će odlučujuće oblikovati neposredne izgledne i dalju sudbinu Evrozone. Međutim, aktuelni parovi očito odabranih strategija u „jezgro vs. periferija“ matrici isplativosti nesumnjivo ne vode poželjnijoj, superiornijoj Nashovoj ravnoteži. Od tri moguće pregovaračke ravnoteže, samo dve su stabilne u Nashovom smislu a samo jedna od njih obezbeđuje opstanak EMU. Teško je reći hoće li EMU biti dovoljno srećna i dovoljno mudra da prebrodi ovu krizu. Lako je reći da izgledna makroekonomska rešenja neće biti ugodna za mnoge njene članice.

Primljeno:
20.12.2012.
Prihvaćeno:
28.02.2013.

ključne reči: kriza u Evrozoni, kriza evra, neravnoteža platnog bilansa, evropski javni dug, evropsko finansijsko participiranje, (kvazi)fiskalni transferi.

* Zahvaljujemo se za finansijsku podršku Ministarstvu prosvete, nauke i tehnološkog razvoja, Republike Srbije, Projekti 47009 i 179015. Deo ovog rada napisan je dok je prvi autor kao istraživač radio pri katedri za finansije Sojer poslovne škole Safok univerziteta u Bostonu, Masačusets, SAD. Uobičajeno odricanje sledi.

“Moramo se podsećati, svaki put iznova, zašto smo zajedno u Evropi?”

-Angela Merkel-

“(...) Jer mislim da je potrebno odlučiti da li ćemo nastupati kao jedan igrač ili osam teniskih loptica”

-Sir Peter Ustinov-

Uvod

E(M)U je do sada funkcionisala kao tvorevina nastala pretežno iz političkih razloga, i to je još uvek slučaj. Kao takva, izgleda da je vođena zloglasnom diskrecijom - koja svoje uporište nema u ekonomskoj teoriji pre nego li sistemom pravila koji bi se primenjivao postojano - kroz sve svoje etape i u svim slučajevima, osim onda kada zaista nije bilo više ikakvog smisla insistirati na pravilima. Ono što se događalo, kao i ono što se događa u procesu evropske monetarne integracije, stalno je ukazivalo na ovu opasnost (Malovic, Djukic and Redzepagic, 2011). Kao posledica, nakon što je dve decenije bila primer uspešne monetarne integracije, uspešnog uvođenja i momentalnog uspeha valutne unije, EMU se nalazi na ivici raspada. Unapred ugovoren bankrot Grčke usled nemogućnosti servisiranja javnog duga i kreditni svop najveći u istoriji, nisu ni najmanje otklonili problem, već su naprotiv gurnuli krizu u Evrozoni u njenu najsloženiju i najopasniju fazu. U mnogim državama na periferiji Evrozone problemi su znatno produbljeni, dok drugi talas krize u Grčkoj možemo ponovo očekivati već tokom 2013. godine. Pitanje sa kojim se najpre suočavamo je da li će evro preživeti. Šta je potrebno da bi evro preživeo? Ako bi evro preživeo, da li bi sve postojeće članice Evrozone preživele?

Kratkim pregledom faze uspona Evroprojekta, uporedo sa njegovim konstrukcijskim nedostacima, kao i elaboriranjem strukturnih, ekonomskih i političkih elemenata krize u Evrozoni, u istraživanju pokušavamo da aparatom teorije igara argumentujemo objašnjenje za primenjeni sekvencijalni „premalom i prekasno“ pristup u reakciji na krizu. Uporedo sa normativnom analizom, u radu identifikujemo paket politika sa tri ključne mere kao *sine qua non* prevencije raspada EMU.

Glavni deo teksta organizovan je na sledeći način: u drugom odeljku bavimo se konstrukcijskim greškama EMU, koje su nadvijale senku na inače potpuni uspeh evra u početnim godinama. U trećem odeljku dotičemo se porekla krize, u četvrtom odeljku objašnjavamo troslojni paket finansijske politike, koji preporučujemo kao rešenje za uklanjanje posledica krize, dok u petom odeljku rezimiramo uz pomoć aparata teorije igara, ukazujući na elemente koji mogu opstruirati ili sprečiti da se optimalni paket mera uspešno primeni. U šestom odeljku iznosimo zaključke.

Uspion EMU i nedostaci Mastrohtskog ugovora

Iz ugla običnog posmatrača, prva decenija nakon uvođenja evra bila je potpuni uspeh. Sve dok globalna finansijska kriza nije zahvatila i Evrozonu, nesporne koristi od EMU bile su: uklanjanje valutnog rizika, troškova konverzije valuta, konvergiranje i smalaksavanje stopa inflacije (pad na 2% u proseku), pad dugoročnih kamatnih stopa na polovinu nivoa na kome su se formirale krajem 90-ih, gotovo savršeno uravnotežene javne finansije sa deficitima koji su svedeni na približno četvrtinu iznosa iz devedesetih, ako ih je uopšte i bilo, emisiona dobit i rast značaja evra kao valute deviznih rezervi, ali i još značajnije, valute u međunarodnim plaćanjima u vezi sa spoljnotrgovinskom razmenom, i konačno, rast konkurencije koji je često dovodio do nižih cena i obogaćenja ponude dobara i usluga na prostoru EMU (European Commission, 2008). Pored toga, moglo bi se reći i da je postojano proširenje EMU, sa 11 članica u 1999. godini na 17 članica u 2012, jasan znak uspeha (Jovanović, 2012).

Kriterijumi iz Mastrohta, po svojoj suštini kičma projekta Evropske zajedničke valute i Evrozone, bili su prilično arbitrarno osmišljeni. Od samog početka primene pa i kasnije, njima se često manipulisalo i bili su samo delimično ispoštovani. Da bi se država kvalifikovala za članstvo u Evrozoni, pored toga što mora biti članica EU, mora i da ispunjava bar pet dobro poznatih kriterijuma konvergencije, definisanih pre dvadeset i jednu godinu čuvenim Mastrohtskim sporazumom.

Bez obzira na to, pomenuti kriterijumi, artikulisani razmetljivom numeričkom preciznošću, jasno su zanemarivali najveći deo naučnog nasleđa teorije optimalnog valutnog područja, koja počinje da se razvija od pojave Mundellovog¹ rada (1961). Umesto naučno zasnovanih kriterijuma, uveden je skup proizvoljno definisanih kriterijuma, i to u višestrukome smislu. Najpre, nisu su temeljili ni na jednoj zaokruženoj ekonomskoj teoriji; dalje, ostalo je nejasno zašto su odabrane baš te konkretne ciljane numeričke vrednosti (jasno je da se insistiralo na linearnosti iako je u primeni to stvaralo negativne posledice, blago rečeno), da bi sve kulminiralo sa očiglednim (i nesporno neopreznim) izostankom kriterijuma realne konvergencije, bar onih merljivih.

Prag kojim se nameravalo uspostavljanje konvergencije inflacionih stopa određen je po uzoru na nemačku „kulturu stabilnosti cena“, jednako u kratkom i dugom roku kao vrhunski prioritet monetarne politike E(M)U. Ovo je dalje uticalo i na kriterijum stabilnosti deviznog kursa, o čemu ćemo kasnije govoriti sa više detalja. Kriterijum inflacije je bez ikakve sumnje postavljen proizvoljno. Ove mere, čak i ako su nekada odgovarale stvarnosti EU, danas su ne više od primera drastičnog egocentrizma najsnažnijih osnivača i njihove izlišne aritmetike.

¹ Sam autor je 1973. dramatično izmenio svoju prethodnu verziju teorije optimalnog valutnog područja, formulisano 1961. godine, jasno inspirisan raspadom međunarodnog monetarnog sistema iz Bretton-Woods i napuštanjem režima fiksnih deviznih kurseva (De Grauwe, 2006).

Bez značajnijih razlika, i fiskalni kriterijumi su bili proizvoljno definisani. Često je tolerisano odstupanje ili očigledno friziranje izveštaja. Baldwin i Wyplosz (2009) podsećaju da je kriterijum za visinu budžetskog deficita postavljen po uobičajenom nemačkom zlatnom pravilu godišnjih investicija javnog sektora (u to doba jedini prihvatljiv razlog zbog koga se mogao pojaviti budžetski deficit u Nemačkoj). Gornji limit za kumulativni javni dug određen je na 60 % bruto domaćeg proizvoda (GDP) – u skladu sa preporukama izvesnih teoretičara – jednostavno zbog toga što je 1991. godine, u doba kada su sami kriterijumi uspostavljeni, to upravo bio prosečan nivo javnog duga u EU.

Konačno, iako poslednji naveden, ne manje obavezujući kriterijum je fiksiranje vrednosti nacionalne valute pre konačnog datuma uvođenja evra, što u osnovi znači jedinstvenu monetarnu politiku bez kamatnih stopa i deviznog kursa kao instrumenata raspoloživih nacionalnim vlastima.

Mada nisu precizirani, i takozvani kriterijumi realne konvergencije, kao što su karakter i veličina neravnoteže u platnom bilansu, promene u jediničnim troškovima rada, stopa nezaposlenosti i drugo, pomenuti su u samom tekstu Ugovora iz Mاستrihta, doduše ne sa važnošću jednakom kriterijumima nominalne konvergencije (Lavrač, 2004). Ovi posebno važni kriterijumi, inače (za promenu) utemeljeni na preporukama teorije optimalnog valutnog područja, sve do pre nekoliko meseci bili su gotovo potpuno ignorisani, čak i u naučnim krugovima, a naročito u političkim krugovima u EU i opštem diskursu, i to upravo zbog toga što nikada ranije nisu bili naglašavani, a kamoli primenjivani u slučaju postojećih članova Evrozone, starih i novih.

Priroda krize: jedan dan u životu ili hronika predskazane smrti?

Politička nespремnost da se dograde bitni elementi (kvazi)fiskalnog federalizma potiče od heterogenosti političkih i ekonomskih interesa delova Evrozone, ali takođe od kulturnog nasleđa i duboko ukorenjene krize poverenja širom E(M)U (Eichengreen, 2011; Jovanovic, 2012)². Iako su poslovi upravljanja novcem postali centralizovani, fiskalna politika je ostala u domenu nacionalnih politika. Danas, gotovo svaki udžbenik iz makroekonomije lako otkriva sa kakvom teškoćom se vodi takva monetarna unija kada se suočava sa asimetričnim šokovima. Dakle, cilj starog Pakta za stabilnost i rast bio je da zadrži Evrozonu na svom putu primenom čvrstih pravila fiskalne odgovornosti. Bez okolišanja može se reći da je čak i tada Nemačka pokazivala nepoverenje prema budžetskoj poziciji Italije, da ne govorimo o državama kod kojih će se problemi tek pojaviti. Međutim, mnogi ekonomisti, među njima Krugman (2011a), Feldstein (2011), Corsetti and Pesaran (2012), slažu se da je izvestan

² U tako velikoj i osetljivoj igri koordinacije na međunarodnom nivou, manjak poverenja pojavljuje se između političara i biračkog tela, Evrozone i ostatka EU (npr. UK), između centra i periferije Evrozone, između manjih članica EMU i dve najveće, između Nemačke i svih ostalih i drugo.

stepen budžetske integrisanosti neophodan za uspešno funkcionisanje valutne unije. I pored toga, nezgrapno je predočiti potpuno razvijen fiskalni federalizam kao modalitet koji bi funkcionisao u kontekstu EMU, zbog izraženih razlika u ekonomskim strukturama i stepenu razvijenosti članova (koji zahteva da poreski sistem ostane u domenu nacionalnih prerogativa kako bi se začuvao evro u situaciji kada su se članice unije odrekle svih ostalih instrumenata ekonomske politike inače raspoloživih za fino podešavanje nacionalnih specifičnosti) kao i zbog istorijski ukorenjenog nepoverenja unutar EU u pogledu odgovornosti pa čak i namera članica. Pored toga, potpuno razvijen fiskalni federalizam u ovom momentu nije ni neophodan; bio bi preskup i krajnje nepovoljan za finansijsku stabilizaciju osetljive Evrozone (Gross and Mayer, 2011). Čak je i aktuelni sistem jedinstvene monetarne politike i nacionalnih fiskalnih politika jednako neodrživ³: on podstiče „(...) neodgovornu politiku javnih rashoda u državama sa slabom kulturom stabilnosti⁴ da izvlači koristi od „početnog“ visokog kredibiliteta (npr. niskih kamatnih stopa) projekta zajedničke valute. Kada zapadnu u probleme, države ih ne mogu više rešavati svojim snagama“ (Jovanović, 2012, str. 5). Ipak, bilo bi suviše licemerno prebaciti svu krivicu na fiskalnu nedisciplinu država evropskog juga i osloboditi odgovornosti evropske birokrate i evropski sever za uočen problem, bez obzira da li su ga tolerisali ili su samo nagađali na osnovu razvoja okolnosti⁵. Srećom, moguće je, preporučljivo i delotvorno iznaći „zlatnu sredinu“, što i predlažemo u narednom odeljku.

Drugi sloj krize, simultana erupcija debalansa u platnom bilansu (u daljem tekstu BoP) budžetskog deficita i kao posledica prezaduženosti država, poznat je slučaj u teoriji međunarodnih finansija. Međutim, iz ugla finansijskog/računa kapitala, dolaze i izvesne ideje u vezi sa definisanjem BoP (ne)ravnoteže, naime: Dovoljno je, već na prvi pogled, uporediti vremenske serije Evrostata o budžetskom deficitu i učešću javnog duga u GDP za period 1999-2007. godina, da bi uočili da najčešće isticani krivci (naime GIIPS države) čak i ne prednjače, a još manje isključivo zauzimaju ovakve grafike! Primenjena ekonometrija nas uči da su deficiti blizanci uzajamno determinisani i da će uzročnost verovatno delovati u oba smera:

³ Kao suprotan primer, savremene Afrička monetarna unija i Monetarna unija država istočnih Kariba funkcionišu uz nadnacionalna fiskalna pravila (Wyplosz, 2011).

⁴ Na primer, iako suočena sa naglim padom svih vitalnih makroekonomskih indikatora, Grčka je i dalje praktikovala isplatu 13. i 14. mesečne zarade zaposlenima u javnom sektoru. Po indeksu korupcije (Transparency International), Grčka je rangirana na 80. mestu u svetu, a samo u septembru 2011. godine njihovo Ministarstvo finansija izvršilo je 31 od 75 poreskih revizija lica sa izuzetno visokim primanjima, planiranih za čitavu godinu (Pisany-Ferry, 2012).

⁵ Dovoljno su ilustrativni primeri valutnog svopa Goldman Sachs kojim je pomognuto „šminkanje“ fiskalne pozicije Grčke, kao i izuzetno unosni poslovi dati kompanijama iz Francuske i Nemačke kao refleksija akumuliranih budžetskih deficita država sa periferije EMU, krunisani Siemsenovim vansudskim poravnanjem, u kome se ovaj privredni gigant is Nemačke nagodio da Grčkoj isplati nekih 170 miliona evra kao naknadu za navodno podmićivanje lokalnih političara ključnih za dodelu poslova u Grčkoj u proteklom periodu (Financial Times, March 9, 2012).

$$B = S - I = (T - G) + S^P - I \quad (1)$$

$$D_t^F = \sum_{t=1}^{\text{present}} (B_t r^{t-1}) - \mathcal{L}_t^{\text{gross}} ; r = 1 + i, \mathcal{L}_t^{\text{gross}} = \Gamma_t + i D_t^F \quad (2)$$

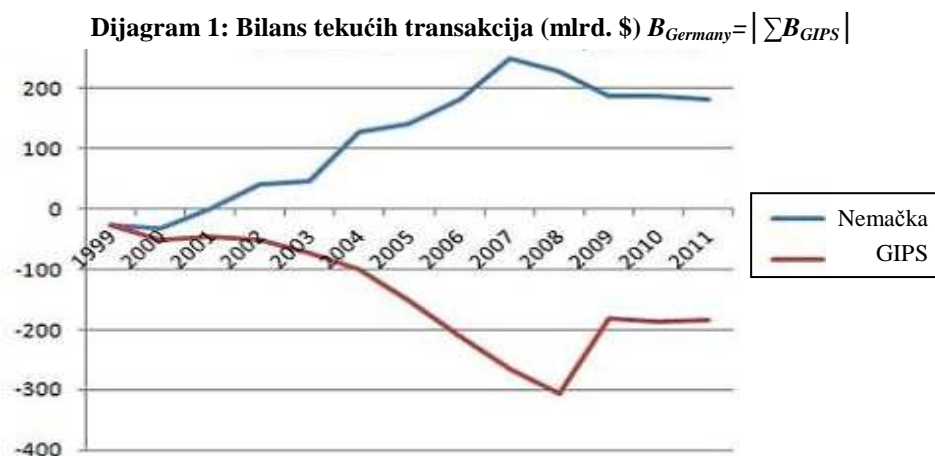
$$\mathcal{L}_t^{\text{net}} = \Gamma_t + i D_t^F - L_t^{\text{new}} < K^* \quad (3)$$

$$PD = D^F + D^D \quad (4)$$

Ovde B označava *platnobilansni* debalans, S označava agregatnu štednju, G javne rashode, T fiskalne prihode, S^P štednju privatnog sektora, I investicije, D^F i D^D spoljnu i unutrašnju komponentu javnog duga, i kamatnu stopu, r diskontni faktor, t vreme a \mathcal{L} otplatu duga u datoj državi članici EMU. Iz ugla računa kapitala stoji da eventualni deficit računa tekućih transakcija mora biti finansiran suficitom agregatnih investicija u državi u odnosu na domaću akumulaciju, tj. da stanje u finansijskom ili računu kapitala predstavlja protivtežu zbiru neto štednje javnog sektora i štednje privatnog sektora. Slično tome, ako zanemarimo trošenje deviznih rezervi, kapitalne dobitke/gubitke i slične pojave, spoljni javni dug se približno izjednačava sa zbirom diskontovanih deficita platnog bilansa koji se vremenom umanjuju za bruto transfer finansijskih resursa poveriocima (deo glavnice uvećan za kamatu). Neto transfer resursa je očigledno manji od iznosa novih pozajmica, i mora biti manji od finansijskih i reputacionih penala K^* koje uvode poverioci kako bi jednostrani odkaz duga učinili neprivačnom strategijom. Na taj način razlika između domaćeg i spoljnog javnog duga postaje još više zamagljena, jer sa rastom integrisanosti evropskih finansijskih tržišta kod mnogih država članice Evrozona više od polovine ukupno emitovanih državnih obveznica nalazi se u posedu nerezidentnih investitora (De Grauwe, 2010). Ukratko, mogli bi biti svedoci platnobilansne krize i krize prezaduženosti javnog sektora u EMU.

U pogledu relacija (1) i (2), raspoloživa statistika otkriva zanimljivu pojavu, opisanu dijagramom (1). Naime, suficit u računu tekućih transakcija Nemačke u periodu 1999–2011. godina deluje kao odraz u ogledalu zbira odgovarajućih deficita u državama GIPS. Danas, u procesu pridruženja Evrozoni, neke ekonomski slabije države članice (na primer, Grčka, Irska, Portugalija i Španija) doživljavaju nagli rast u ponudi kredita stimulisan ubrzanom konvergencijom kamatnih stopa (Coimbra, 2010). Objašnjenje ove pojave, tipično za odgovore koji dolaze iz Nemačke, je da naglo i postojano gomilanje deficita u računu tekućih transakcija EMU periferije nije ništa drugo do odraz obilne i jeftine kreditne ponude koja dolazi iz jezgra Evrozona, i raspoloživa je za finansiranje uvozne tražnje (Young and Semmler, 2011). Očigledno da je u većini slučajeva jako teško utvrditi koji tip međunarodnih transakcija ima autonomni karakter, a koji primarno kompenzatorni karakter, u J.E. Meadeovoj dihotomiji. Ipak, najverovatnije da je snažan evro nepovoljno delovao na države sa periferije EMU, narušio njihovu cenovnu konkurentnost i potpuno ih izložio izvoznoj ponudi Nemačke (ali takođe i Finske, Holandije i Austrije) prerađivačke

industrije, i tako omogućio državama iz jezgra da uvećaju spoljnotrgovinski suficit na račun E(M)U periferije.



Izvor: Krugman (2011b)

Mada Corsetti i Pesaran (2012) nespretno odbacuju ovaj zaključak na temelju empirijskih nalaza o neubedljivoj povezanosti spoljnih deficita i premije rizika ugrađene u prinos na državne obveznice, analiziranoj na grupi država, De Grauwe (2010) i Blanchard (2011), između ostalih, tvrde da se skok premija rizika ne može objašnjavati isključivo kao pratilac transmisije finansijske krize, niti kao posledica nemogućnosti država da štampaju sopstvenu valutu. Španija a u manjem stepenu Irska i Portugalija, zaista su apsorbovale značajan iznos zajmova od banaka iz jezgra Unije tokom formiranja mehurova na tržištu nekretnina, ali su i same banke profitirale od ovog razvoja okolnosti, možda i više nego što je to bio slučaj sa zbunjenom i iznenada nekonkurentnom industrijom na periferiji. Kao posledica, u Grčkoj, Portugaliji i Španiji pojavili su se veliki deficiti u spoljnotrgovinskom računu, i to odmah nakon uvođenja evra i gotovo u cent jednaki sa suficitom u Nemačkoj! Ove države nisu isključivo bile uljuljkani potrošači, jer su istovremeno beležile suficite u oblasti usluga, naročito onih usluga u kojima su i ranije beležile dobre rezultate. Ipak, novi momenti nastali nakon monetarnog ujedinjenja nisu išle na ruku ovim državama. Nemačka privreda, naizgled troma ali sa jasnom prednošću u pogledu cenovne konkurentnosti, beležila je rast obezbeđen suficitima u računu tekućih transakcija, nastalim uglavnom kao posledica Evro projekta i njegovom kompatibilnošću sa zajedničkom monetarnom politikom formulisanom u Frankfurtu. Pored toga, treba imati u vidu i da od uvođenja evra nekih 40-65 procenata razmene Nemačke se obavi u Evrozoni, dok približno 80 procenata

završi u EU i državama sa statusom kandidata za pridruživanje!⁶ Od nastanka evra, privredni rast u Nemačkoj je u uglavnom bio anemičan⁷, dok je nekada nadaleko superiorna tehnološka osnova počela da slabi, uz stagnaciju investicija, visoku nezaposlenost i stagnantnu domaću potrošnju (Lapavitsas et al., 2010).

Pored toga, u jednom analitički briljantnom, ali u pogledu zaključaka pomalo pristrasnom radu, Sinn i Wollmershaeuser (2011) ilustruju upravo kakav značaj je komercijalno kreditiranje imalo posebno za Nemačku. Odjednom, od 2008. godine, nemačke banke i izvoznici osećaju pregrejanost tražnje i odbijaju da obnove svoje kreditne linije ka uvoznicima sa periferije. ECB (efektivno Bundesbanka) odlučuje da uskoči i nastavi sa finansiranjem platnobilansnih deficita GIIPS preko takozvanih Target zajmova. Ova sredstva su kamatonosni kreditni tokovi unutar ESCB⁸ koji odražavaju novac kreiran preko zajmova odobrenih od strane centralnih banaka država sa platnobilansnim suficitima centralnim bankama država sa deficitima. Mada ovaj mehanizam na neki način predstavlja diskretan aranžman u cilju pružanja pomoći pre aktiviranja drugih aranžmana, on se automatski primenjuje, štiti interese nemačkih izvoznika i svakako je bez obeležja poklona jer se dug uredno mora otplatiti sa svim pripadajućim akumuliranim kamatama⁹. Dalje, nestabilniji finansijski tokovi i račun kapitalnih transakcija između Nemačke i GIIPS povremeno su menjali smer ali ne i logiku, odnosno izvor koji se uvek nalazio u neravnotežama računa tekućih transakcija. Drugim rečima, može se reći da je i poslednji masivan tok kapitala nazad ka jezgru Evrozone takođe delimično izveden iz samih konstrukcijskih nedostataka EMU. Dakle, zaključak Sinn i Wollmershaeuser (2011) da Nemačka treba prekinuti sa prenapregnutom podrškom prezadužene periferije možemo oceniti pogrešnim, ako ne i licemernim, posebno imajući u vidu da poreklo glavnine sredstava za Target zajmove (i nemački privredni uspon) dolazi iz bogate ponude EU kapitala koji je iz iste krizom pogođene periferije završio u sigurnoj nemačkoj finansijskoj aktivnosti! Nakon što su nemačke banke i ostali privatni kapital iz jezgra našle u EMU periferiji unosno područje plasmana, odjednom su odlučili da se udalje, ali da ne učestvuju u podeli računa, potraživši za promenu sigurno utočište u lokalnim, nacionalnim investicijama. Kao posledica, Bundesbanka i nemački

⁶ Vredi ukazati da je BoP Evrozone kao celine, kada posmatramo relacije sa ostatkom sveta uglavnom u ravnoteži (Lapavitsas et al., 2010; Young-Semmler, 2011).

⁷ ... mada je postepeno dobijao na ubrzanju gotovo isključivo se oslanjajući na cenovno konkurentan izvoz unutar EMU. Tako je u drugom kvartalu 2010. godine, ovaj „bolesnik Evrope“ zabeležio nadprosečnu stopu rasta u Evrozoni (Young-Semmler, 2011).

⁸ Ova sredstva se ne mogu uočiti u bilansu stanja ECB jer bi trebalo da se međusobno potiru, već u izveštajima nacionalnih centralnih banaka pod stavkom *Potraživanja i obaveze unutar Evrosistema*, ali i u statistici BoP pod stavkom *Ostale finansijske transakcije sa nerezidentima* (Sinn-Wollmershaeuser, 2011).

⁹ Da pojasnimo, ako država dužnik doživi bankrot, sve članice EMU bi odgovarale za njene obaveze prema, na primer nemačkim izvoznicima preko Bundesbanke, u srazmeri sa svojim udelom u kapitalu ECB (Sinn-Wollmershaeuser, 2011).

poreski obveznici namamljeni su u ovaj proces prikrivenog refinansiranja¹⁰. Ovakav ishod, sa međunarodne tačke gledišta, gotovo je pravičan, jer, ako ne bude uspeha od samostalnih napora na restrukturiranju banaka i izvoznika, Bundesbanka će nakon svega štititi interese nemačkih poslovnih krugova. Još jedan razlog ide u prilog tome; svaka izraženija restrikcija sredstava u Target sistemu najpre bi pogodila Nemačku. Dakle, reakcija Bundesbanke je primarno nedovoljna u ovoj fazi krize u Evrozoni.

Pre no što pređemo na poslednji sloj neprilika u EMU, razmotrimo bankarsku krizu. Pre nego što se na međunarodnom međubankarskom tržištu učvrstilo uverenje da je otkaz u servisiranju dugova realna mogućnost, kamatne stope su rasle, i to sve dok se tržište samo nije blokiralo, a akcije banaka pale značajno ispod svoje tržišne vrednosti. Sistemski rizik paničnog juriša na banke i kaskada bankrotstava finansijskih posrednika, dakle, predstavljaju ishod na koji se mora računati. Dalje, neusklađenost u poslovnim knjigama visoko zaduženih entiteta daje kvantitativni indikator potencijalne nestabilnosti, daleko neposredniji od BoP deficita, mada deficit i stanje duga mogu u velikoj meri biti simptomi nastanka dubljih finansijskih problema (Obstfeld, 2012). Ipak, pod uslovom da zadužene države ne pokazuju problem poznat kao „pragreh“, ostaju dva jednostavna načina da se izađe na kraj sa problemom javnog duga: smanjiti nivo isplata po ovom osnovu restrukturiranjem duga, uključujući delimičan oproštaj ili se inflacijom osloboditi omče zaduženosti. Na žalost, ni ova rešenja nisu bez problema: politička unija ne funkcioniše u punom kapacitetu, EMU nije država-suveren, evropske banke su uglavnom ograničene nacionalnom regulativom, ali su ipak svoje poslovanje proširile i rizik preuzimale širom EMU (Goodhart, 2011), i u oba slučaja, najoštrija opozicija ukklanjanju rizika prezaduženosti u Evrozoni dolazi uglavnom od evropskih bankara, koji su tvrdili da će to izazvati dvostruko pustošenje na globalnim finansijskim tržištima (Acemoglu and Johnson, 2012). Najpre, vremenom su banke došle u poziciju glavnih poverilaca, pa veliki gubici koje bi morale da podnesu u bilo kom postupku restrukturiranja mogu povući domino efekat, sa talasima pesimizma koji bi dalje gurali kamatne stope na više i ruinirali bonitet populacije potencijalnih zajmoprimaca. Drugo, banke bi dodatno bile pogođene jer su prodavale osiguranje od rizika neuredne otplate duga, tzv. CDS. Ako bi se obaveze osiguravača po kreditnim svopovima aktivirale, banke bi bile izložene dodatnim masivnim gubicima (Acemoglu and Johnson, 2012). Dakle, da li nas nakon grčkog otkaza, upravo zbog ovih razloga, čeka Armagedon? Ništa od toga. Banke nisu morale da se izlože značajnijim rezovima, s obzirom da im je ulaskom javnog sektora efektivno nadoknađen gubitak koji su prihvatile nominalnim otpisom dela duga, deponenti bi morali biti najvećim delom pokriveni nacionalnim šemama osiguranja (koje zbog problema reputacionog

¹⁰ Kao informacija, pre 2007, u stabilnim vremenima, Bundesbanka je bila neto-poverilac u Target sistemu, tj. štampala je novac uz odobrenje centralnih banaka ostalih država članica EMU (Jobst, 2011).

hazarda ipak imaju panevropsku dimenziju), nisu izgledne neposredne opasnosti od domino efekta, dok je kapacitet zaduživanja zajmoprimaca zaista umanjen, ali iz drugih razloga, odnosno zbog toga što su evrokrate odabrale da zaštite svoje banke umesto država dužnika i EMU kao celine. Da stvari budu gore, mada je ideja kvantitativnog relaksiranja (u evropskoj diskretnoj verziji, dva masovna LTRO plotuna likvidnosti ispaljena iz oruđa ECB) imala za cilj da zaštiti banke od bankrotstva i kupi im dodatno vreme da povrate solventnost, masovne injekcije likvidnosti shvaćene su kao preporuka da se intenzitet finansijske poluge ne umanjuje brzo i znatno. Banke iz Francuske, Velike Britanije, Irske, Nemačke i Španije već su objavile svoje planove da skrešu ukupno 775 milijardi evra aktive u narednoj godini, kako je to objavio Bloomberg (Chassany et al. 2011). Međutim, EBA testovi ukazuju da prosečno jedna trećina banaka iz analiziranog uzorka vapi za uvećanjem rezervi kapitala da bi ispunila obaveze do krajnjeg roka u 2012. (Kinsella-O'Sullivan, 2011). Pored toga, na osnovu istraživanja koje je prošle godine sproveo Morgan Stanley, do sada sprovedeno smanjenje stepena leveridža izgleda da je isključivo predigra u taktičkim nadmudrivanjima, dok bi evropske banke morale da sažmu svoje bilanse stanja za 1,5 do 2,5 hiljade milijardi evra u narednih 18 meseci, kako bi ispunile strožije zahteve adekvatnosti kapitala, a to bi bilo moguće jedino ako uz njih stanu države ili nadnacionalni autoriteti. U poređenju sa ovim gubicima čiji je nastanak vrlo verovatan u neposrednoj budućnosti, evropske banke su uspele da prikupe relativno malo kapitala od uvođenja LTRO, a i od toga je većina bila prosto posledica kreativnog računovodstva, sa daleko manjim učešćem pravog akcijskog kapitala na čiji bi se teret apsorbovali gubici (Acemoglu and Johnson, 2012). Sa pogledom na ono što se dešavalo, zaključujemo da restrukturiranje evropskih banaka „suviše velikih da bi propale“, sopstvenim snagama, nije uvek i u potpunosti bilo izvodljivo, restrukturiranje uz pomoć spolja zahteva daleko više pažnje nadzornih organa.

Konačno, poslednji element krize u Evrozoni je kriza samog evra. Uprkos činjenici da su devizne rezerve ECB daleko iznad nivoa koji bi omogućio da se odbiju klasični spekulativni napadi (za neko vreme), problem sa procesom realne konvergencije u EMU predstavlja očiglednu opasnost za opstanak zajedničke valute. Ovo jednako važi za slučaj asimetričnih šokova i simetričnih šokova sa asimetričnih nepovoljnim efektima na članice EMU (Baldwin and Wyplosz, 2009). Koji god da su izvori BoP i fiskalnih neravnoteža, konačno će dovesti do realne apresijacije valute. U valutnoj uniji to znači proširenje razlike u inflacijama. Ironično, države sa periferije priključivale su se zoni evra u momentu kada im je nivo deviznog kursa bio nerealno visok, da bi navodno kontrolisale inflaciju, čime su već na samom početku morale da otpišu deo cenovne konkurentnosti (Lapavitsas et al. 2010). Pored toga, nemilosrdna umerenost Nemačke u pogledu kretanja zarada, bila je faktor koji je stvarao depresiranost valute u odnosu na periferiju EMU. Jedinični troškovi rada u ovoj državi rasli su sporije od bilo koje države članice E(M)U (vidi tabelu 1).

Politika „osiromašjenja svog suseda“, primenjivana u Nemačkoj, efektivno je proširivala organsku asimetriju makroekonomskih šokova koji su pogadali EMU. Kada je suočena sa nefleksibilnim cenama, nominalni devizni kurs za nacionalnu privredu predstavlja jedini lak način za prilagođavanje nacionalne cenovne konkurentnosti promenjenim okolnostima. U monetarnoj uniji, međutim, ako se dogodi šok sa asimetričnim karakteristikama, fluktuacija zajedničke valute nije u stanju da sve članice istovremeno zaštiti (Baldwin and Wyplosz, 2009). Zbog toga što nominalna prilagođavanja deviznog kursa ne mogu biti upotrebljena u ovu svrhu, članice monetarne unije moraju pribegavati na neki način koordinisanim manipulacijama realnog deviznog kursa kako bi održali ekonomsku i političku harmoniju!

Tabela 1: Jedinični troškovi rada u odabranim EMU članicama (1996-2010)

EU(27)=100	Ukupan rast jediničnih troškova rada (%)
Nemačka	8
Francuska	15
Portugalija	24
Španija	35
Italija	37
Grčka	59

Izvor: The Economist (2012), www.economist.com

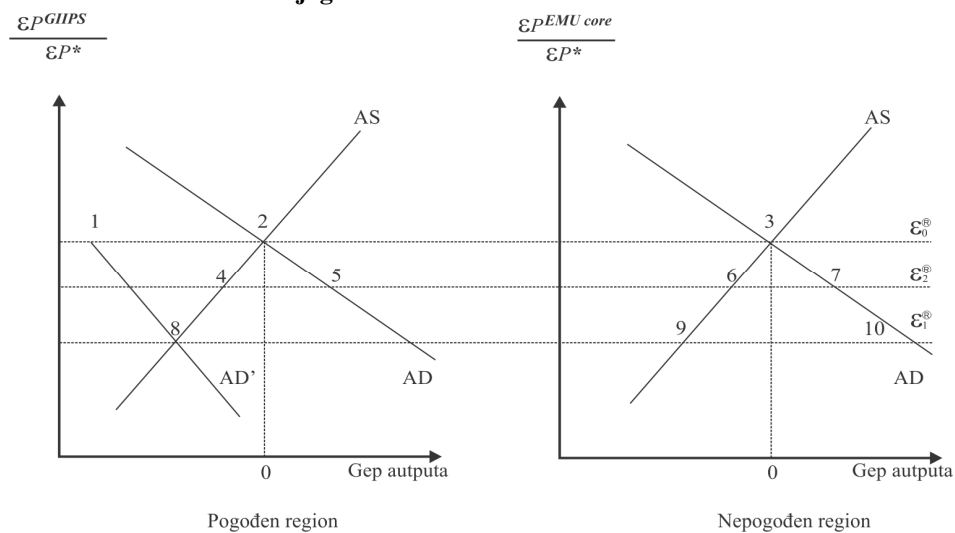
Kao što se vidi iz tabele 1, tokom perioda monetarne ekspanzije, zarade i potrošačke cene na jugu su rasle značajno brže nego na severu EMU. Dakle, ne treba biti iznenađen da Corsetti and Pesaran (2011) nalaze najvišu korelaciju između krize javnog duga i razlika u inflacijama među državama jezgra i periferije Evrozone¹¹.

Ova divergencija nivoa cena mora doživeti zaokret, bilo kroz pad cena u državama EMU periferije, rast cena u državama jezgra EMU, ili nekom njihovom kombinacijom (Krugman, 2011). Sa dijagrama (2) se vidi da su nominalne zarade i opšti nivo cena jedini elementi realnog deviznog kursa na koje članice unije mogu još uvek računati kao instrumente pod svojom kontrolom. Zajednička centralna banka, ECB, raspolaže oruđem da nametne zajednički izbor. Sve dok ECB više brine za jezgro EMU, izbegavaće promene deviznog kursa, koji bi incijalno učvrstio realni devizni kurs na svoj $\varepsilon_0^{\circledast}$ nivo takođe. Ovakav razvoj okolnosti odgovara jezgru ali je nepodnošljiv za periferiju, koja se suočava sa viškom punude, prikazanim udaljenošću tačke 1 od tačke 2. Hipotetički, kada bi ECB brinula isključivo za GIIPS, dopustila bi

¹¹ Nakon uvođenja evra, zbirna razlika u inflacijama u odnosu na Nemačku iznosila je čak 21% za Grčku, 16% za Španiju, 14% za Irsku, 12% za Portugaliju i 8% za Italiju (uprkos niskoj stopi rasta u Italiji). Radi poređenja, zbirni (kumulativni) razlika u inflacijama među američkim državama, u periodu od 10-20 godina, retko prevazilazi 8% (Corsetti and Pesaran, 2011, Feldstein, 2011).

nominalnu depresijaciju evra koja bi (uz nefleksibilne cene) zadržao realni devizni kurs na zajednički $\varepsilon_1^{\text{®}}$ nivo. Ovaj ishod odgovara državama GIIPS ali narušava cenovnu konkurentnost jezgra EMU u pravcu GIIPS otvarajući višak tražnje u jezgru sa potencijalnim inflacionim efektima, što je prikazano udaljenošću tačke 9 od tačke 10. Konačno, kada bi nominalni kurs evra slobodno fluktuirao, depresirao bi ali ne sve do nivoa ε_1 . Kako su izvorno objasnili Baldwin i Wyplosz (2009), pao bi na neki nivo između koji odgovara realnoj depresijaciji na $\varepsilon_2^{\text{®}}$, tako da rezultat ostaje linearna kombinacija viška ponude za GIIPS i viška tražnje u jezgru EMU, mereno udaljenošću tačke 4 od tačke 5, odnosno tačke 6 od tačke 7. U stvarnosti, međutim, ove udaljenosti se ne moraju poklapati i takva prilagođavanja bi mogla i dalje biti nedovoljna. Čak i da je realni devizni kurs u proseku ustaljen na korektnom nivou, može i pored toga biti prejak za GIIPS i preslab za jezgro EMU, koje bi se „pregrevalo“.

Dijagram 2: Asimetričan šok u EMU



Izvor: Baldwin and Wyplosz (2009)

Međutim, jezgro EMU još uvek nije u fazi „pregrevanja“, mada je realni devizni kurs za ove države manje precenjen nego za države GIIPS grupacije. Srećom, ako ovakva prilagođavanja ekonomskim neravnotežama ostanu asimetrična, pri čemu i dalje najveći deo pritiska podnose države sa deficitom BoP, koordinisana prilagođavanja domaćeg nivoa cena mogla bi se dodatno administrirati. Problem je u insistiranju Nemačke da bi takav pokušaj ne samo oborio teško stečenu cenovnu konkurentnost jezgra EMU, i to ne samo nasuprot GIIPS, već i u odnosu na ostatak sveta, što bi bio ishod koji bi mogao Nemačku učiniti siromašnijom u relativnim, a čitavu Evrozonu u apsolutnim izrazima.

Zbog toga Nemačka izgleda izjavljuje da je spremna da učestvuje u podeli tereta prilagođavanja, ali ne i u manevrima prilagođavanja (Weidman, 2012). Ako izostane nešto viša inflacija u državama sa suficitom BoP, recimo bar 4-5% godišnje, uglavnom na liniji klasičnog mehanizma o kome je govorio Hume, prilagođavanje bi zahtevalo ogromnu deflaciju u državama najoštrije zahvaćenim krizom, kako bi se time isključivo njihovim naporima vremenom oborili troškovi proizvodnje. Krugman (2011a) je ispravno ukazao da se u praksi takve deflacije postižu na teret visoke nezaposlenosti i društvenih nemira. Zbog toga nije jasno da li je trenutno primenjivana strategija kombinovanja mera fiskalne štednje i deflacije, čak i politički izvodljiva (mada je sasvim jasno da je u ekonomskom smislu katastrofalna), što može objasniti visok stepen neizvesnosti koji se nadvio nad čitavom EMU.

Kada se sve uzme u obzir, izgleda da je EMU u najtežoj krizi od svog nastanka, a s obzirom na aktuelna dešavanja nije nemoguće i da će do samog raspada doći već u 2013. godini. Na kraju krajeva, ne bi bilo prvi put da valutne unije suštinski dožive raspad. Kriza EMS iz 1992. godine je dobar primer šta se može dogoditi kada se politika Nemačke udalji od potreba ostalih članica. Slično tome, ne bi bilo ni prvi put da države koje su sada EMU članice uđu u otkaz duga. Gianviti et al. (2010) podseća da su od 1824. godine do sada, Austrija, Grčka, Nemačka¹², Italija, Portugalija i Španija već bar po jednom doživele otkaz u servisiranju javnog duga. Većina ovih otkaza dešavala se tokom perioda zlatnog standarda. Ovo je ključno zapažanje, jer je zlatni standard, slično članstvu u Evrozoni, podrazumevao da države ne mogu pribegavati visokoj inflaciji kako bi se oslobodile tereta otplate duga, osim samim napuštanjem standarda. Jedini način da otplatite dug je da postanete dovoljno konkurentni i ostvarite suficit BoP. To zahteva da postanete jeftiniji – zadatak koji je relativno lak ako država napusti evro, ali izuzetno težak ukoliko ostane i zadrži članstvo u monetarnoj uniji (Sinn, 2012).

Kako izbeći raspad: predlog politika

Ukratko, zvanična reakcija Brisela na krizu u Evrozoni do sada se svodila na fiskalnu kontrakciju kao i formiranje i jačanje takozvanog EFSF (European Financial Stability Facility). Ove napore svrstali bi negde između polu legalnih, nedovoljnih i loše osmišljenih, pa čak i katastrofalnih.

Zamena zastarelog i previše slobodno tumačenog Pakta za stabilnost i rast dodatnim paketom fiskalnih pravila, budžetskih standarda i u ustavu ugrađenih „kočnica javnog duga“ neće doneti mnogo dobrog u ovoj gotovo krajnjoj fazi EMU krize¹³. Činjenica je da bi kvantitativna ograničenja zaduživanja javnog

¹² Sama Nemačka je u poslednjih sto godina tri puta objavila otkaz na servisiranje svog javnog duga.

¹³ Umesto napora da se uspostave automatski anticiklični stabilizatori, fiskalna kontrakcija ponovo zagovara automatske kazne za nedisciplinovane partnere sa juga. Fiskalna

sektora mogla uzrokovati siromaštvo bez ikakvog pozitivnog efekta na smirivanje finansijskog tržišta. Postoji mnoštvo primera (Japan sa učešćem javnog duga u GDP od preko 233% i 600% ukupnog duga, Britanija sa blizu 100% javnog i 950% ukupnog duga u odnosu na GDP) država sa ogromnim deficitima i dugom koji finansijsko tržište nije odgovarajuće sankcionisalo, da ne govorimo o kaznenim premijama rizika, dok, s druge strane, postoje države (Španija sa učešćem duga u GDP od svega 69%) koje su u velikoj meri stabilizovale fiskalnu poziciju, ali i dalje su primorane da plaćaju vrlo visoke premije rizika. Kako članice Evrozone ne mogu štampati novac, čak i da je to urgentno potrebno, one trpe posledice kao što su prekid finansiranja, smanjenje rejtinga i beg kapitala upravo isto kao što se to ranije dešavalo sa državama u razvoju (De Grauwe, 2010). Istina je da je potrebna neka vrsta unakrsnog subvencioniranja, bilo u obliku fiskalnih ili kvazifiskalnih transfera. Prisiljavati države sa periferije EMU da bukvalno preko noći izvrše fiskalnu konsolidaciju bio bi najlošiji izbor, i to kako za njih same, tako i za celinu Evrozone. Konačno, kako je Blanchard (2011) korektno procenio, globalni investitori su dokazali da imaju „šizofren“ odnos prema fiskalnoj konsolidaciji i rastu. Oni, po pravilu, pozitivno reaguju na vesti o fiskalnoj konsolidaciji, da bi kasnije, kada konsolidacija uspori rast, što je često slučaj, reakcija postala negativna. Sve u svemu, insistiranje na oštro ograničenje državnih rashoda (i time budžetskog deficita) u ambijentu duboke recesije, visokog spoljnog duga i astronomski visoke nezaposlenosti na periferiji EMU, je neodgovorno loša ideja: na kraju, kresanjem javnog sektora danas ne rešavamo problem koji je nastao zbog fiskalne neodgovornosti u prošlosti (Stiglitz, 2011). Po Ball et al. (2011), koji su empirijski analizirali 173 epizoda kontrakcije javnih rashoda u poslednjih 30 godina, fiskalna restrikcija upravo dovodi do efekata suprotnih od proklamovanih: opada privredni rast i zarade a raste (posebno na dugi rok) nezaposlenost.

S druge strane, suprotno glasnim reakcijama vodećih ekonomista u svetu protiv fiskalne konsolidacije, svega nekoliko glasova iz akademskih krugova diglo se u odbranu nemačkog insistiranja na upotrebi EFSF primarno u cilju restrukturiranja bankarskog sektora. Zaista, EFSF je korišćen za obilnu podršku likvidnosti evropskih banaka, ali se u isto vreme držao podalje od finansijskih potreba suverena sa periferije EMU. Ekonomski troškovi ovakve političke odluke, kao i problem reputacionog hazarda (i jedno i drugo na dušu banaka i samih evokrata) prilično su jasni. Zbog toga, zalažemo se protiv EFSF kao pokrića za sistematsko spasavanje važnih (politički moćnih i finansijski velikodušnih) banaka, već pre za upotrebu ovog instrumenta kao trajnog finansijskog mehanizma za fiskalnu ili kvazifiskalnu pomoć i finansijsku stabilizaciju tržišta javnog duga¹⁴.

kontrakcija/konsolidacija ne prepoznaje niti ostavlja prostor za “strukturne budžetski deficit” pored njegove ciklične komponente koja se toleriše do nivoa 0,5% GDP, na godišnjem nivou.

¹⁴ Spašavanje banaka je uglavnom skuplja alternativa od spašavanja javnih entiteta.

Šta onda može biti funkcionalnija alternativa? Šta bi činilo kratkoročni paket mera i politika koji bi omogućio poverenja vredan i održiv izlazak Evrozone iz krize, a da se istovremeno ne napusti i sama EMU? Po našem mišljenju, delotvorna ekonomska politika mora bez odlaganja razviti najmanje tri grupe mera za spasavanje:

Pre svega, neizbežno je da ECB krene u izdavanje evropskih obveznica po ugledu na Brejdijeve, i to do nivoa od 60% GDP koji su pogođene države imale pre krize, u skladu sa uobičajenim (mada ne u potpunosti teorijski zasnovanim) kriterijumima iz Mastrihta. Slično ideji koju su izneli Holland i Varoufakis (2011), ova emisija dužničkih hartija od vrednosti ne bi trebala uključivati bilo kakav oblik međudržavnog fiskalnog transfera, tj. ne bi podrazumevala da Evropa (siromašnije katoličko-pravoslavne države sa juga) zavlači svoje prste u džepove poreskih obveznika bogatijeg (ali takođe i štedljivijeg protestantskog) severa. Pored toga, stvaranje evroobveznica garantovanih od strane ECB ne bih predstavljalo otpis duga ili ambijent koji bi pogodovao pojavi moral hazarda, jer se na ovaj slučaj Modigliani-Millerova teorema ne može primeniti. Kredibilitet i snaga ECB menja kvalitet zahteva za finansiranjem obveznicama koje čine zajedničku obavezu, i to u korist jezgra i periferije EMU. Naime, ovo bi moglo biti uglavnom transfer tranši, jer bi države članice i dalje bile odgovorne za otplatu svog javnog duga, i to ne samo glavnice već i kamate, mada po značajno nižim kamatnim stopama. Nema potrebe posebno isticati da ECB treba biti u stanju da apsorbuje prilično visok diskont koji trenutno prati trgovanje obveznicama najpogođenijih država. Na taj način evropske obveznice, nalik poznatom Bradyjevom predlogu razlikuju se od Muellbauerovog (2011) predloga u dva važna aspekta: 1) po našem mišljenju, bilo bi opasno primeniti različitu premiju kreditnog rizika na nominalno integrisan, i to ovako kasno u igri prezaduženosti, i 2) ne postoji jasna potreba da se visina premije kreditnog rizika čini zavisnom od napora na smanjenju troškova rada, jer upotrebljen kolateral i reakcija finansijskog tržišta na preostale dve klase javnog duga to automatski obavljaju i to sve do izbivanja krize. Oni koji po pretpostavci i dalje nisu spremni na prilagođavanje nivoa cena, iako uživaju zaštitu ovakvog mehanizma, ionako bi trebalo biti isključeni iz Evrozone. Ako poslednju napomenu ignorišemo, ovakav mehanizam bi EMU izložio riziku dve moguće prateće pojave: bila bi podržana dugoročna fiskalna odgovornost i verovatno bi došlo do obilnog priliva inostranog kapitala, time uvećana likvidnost unutar EMU i učvršćena klimava pozicija evra kao međunarodne valute broj dva. Ipak, sve dok Nemačka uporno odbija ideju zajedničkih Bradyjevskih obveznica, EMU kao celina ubrzano klizi u poziciju sa koje neće biti povratka. Ironično je da su sve glavne rezerve u vezi sa ulogom ECB kao kreditora u poslednjoj instanci, pre svega u pogledu pravne osnove ovakvih akcija, moral hazarda i sporne nezavisnosti, već su ekspertskim analizama osporene (Wyplosz, 2011b). Nasuprot cunundrum koji je na delu, ova jednostavna mera, koja uključuje emisiju obveznica ECB po modelu Bradyjevskih, kako bi se pokrilo 60 %

javnih obaveza EMU, ako se uvede uz potreban kredibilitet, mogla bi sama umanjiti kreditni rizik svim članicama (osim Grčke koja bi sigurno i dalje bila za 25-30% iznad limita) na nivo sa kojim se slobodno može upravljati.

Druga mera, u vezi sa javnim dugom koji probija Mastroitsku granicu od 60% do 100% nivoa duga pre krize, gde je primenljiva, zahteva ne baš trivijalne fiskalne i kvazifiskalne transfere na nivou monetarne unije, u skladu sa prethodno utvrđenim fiksnom strukturom učešća i osigurano kolateralom najvišeg kvaliteta (zlatne poluge, specijalna prava vučenja i devizne rezerve u neevropskim valutama). Pomenuta struktura bi se utvrdila na osnovu razlike u inflacijama, kao prihvatljivog izraza stepena asimetričnosti šokova koji pogađaju članove Evrozone, i to sve dok strukturalna prilagođavanja i realna konvergencija ne učine takve transfere nepotrebnim. Slično SAD, onda i samo onda, članice EMU bi trebalo imati manje ili više uravnotežene budžete i primati skromne transfere sa nadnacionalnog nivoa i to isključivo u obliku infastrukturnih zajmova (Feldstein, 2011). Bez realne konvergencije unutar monetarne unije, nešto masivniji fiskalni transferi bili bi imperativ za njen opstanak. Kao što smo nagovestili u uvodnoj rečenici, postoje dve alternative za realizaciju ovakvih transfera, u zavisnosti od dostižnog stepena političkog konsenzusa. Klasični fikskalni transferi zahtevali bi da se prikupi izvestan deo nacionalnih fiskalnih prihoda i usmeri u zajedničku kasu EFSF/ESM (Evropski mehanizam stabilnosti, nadnacionalni instrument Evrozone koji bi zamenio EFSF u 2013), i dalje preusmeri na one članice kojima je to potrebno a postupaju po definisanim pravilima. Druga, manje ambiciozna alternativa podrazumevala bi izvesnu monetarnu ekspanziju. Drugim rečima, ECB bi proširila svoju aktivnost na podršku EFSF/ESM, sredstvima kojima bi se otkupile uz diskont obveznice nacionalnih vlada na sekundarnom tržištu. Ovo bi, pod uslovom da su smernice SGP ispoštovane, opet trebalo usloviti polaganjem odgovarajućeg kolaterala, koji je očigledno nedovoljan da u potpunosti osigura ECB u slučajevima jednostranog otkaza duga, ali dovoljan da spreči moral hazard, moratorijum na otplatu duga ili napuštanje evra. Od nemačkog monetarnog konzervativizma, ali i glavnih aktera iz fiskalno nedisciplinovanog juga, može se očekivati opozicija ovim merama. Prva stvar ne može nikome i nikada doneti dobro, dok za drugu ne možemo reći da je jedini niti glavni krivac. U stvari, EMU očajnički vapi za inflacijom u svom jezgru, ali i slabiji evro, jer glavni problem sa kojim se danas treba suočiti nije inflacija već anemičan rast, visoka nezaposlenost i opšta finansijska nestabilnost, prema čemu niska inflacija zaista ne deluje kao značajan cilj (Stiglitz, 2012). Međutim, značajna novina u ovoj kvazifiskalnoj alternativu leži u mogućnosti ECB da iskoristi otkup državnih obveznica za dalju sekjuritizaciju kredita: omogućavajući EFSF/ESM da emituje evropske CDO derivate i preproda te zajmove privatnim investitorima i finansijskim posrednicima! Dobra strana ove ekspanzije bilansa stanja ECB leži u činjenici da bi se time postigla kvantitativna relaksacija umesto relaksacije kreditne ponude, ali na

teret globalnog finansijskog tržišta umesto na teret poreskih obveznika EMU. Evropski CDO bi se sastojao od tranše supersigurnih ESB (Evropskih sigurnih obveznica) garantovanih od strane ECB i namenjenih uglavnom bankama, i subordinirane rizične tranše koja bi po pretpostavci više odgovarala hedž ili zatvorenim investicionim fondovima sa agresivnijim strategijama ili fokusom na nacionalne investicije. Izvorno, za ovu ideju su se zalagali Harald Uhlig i nekoliko naučnika sa LSE (Evro-nomics grupa) (vidi Uhlig, 2011). Međutim, naš predlog se udaljava od njihovog u nekoliko važnih elemenata: 1) suprotno Evro-nomics grupi, smatramo da nije razumno niti izvodljivo konvertovati čitav obim emitovanog javnog duga u ESM sintetičke obveznice, ukoliko želimo da održimo kredibilitet i razvijemo tržište nadnacionalnih CDO u postkriznom ambijentu koji je i nastao zbog kreditnih derivata, 2) dok Euro-nomics grupa odlučno odbija bilo kakav (kvazi)fiskalni transfer ili subvencionisanje i smatra ga ne samo nepoželjnim, već i nepotrebim, kao element njihovog predloga, smatramo da su uzajamna garancija i „federaliziran“ mehanizam podrške i spašavanja ne samo neizbežni u ovako odmakloj fazi igre, već se u velikoj meri i primenjuju. CDO po svom konceptu podrazumeva socijalizaciju reputacije i rizika, a u meri u kojoj je novčani tok odvojiv, super-sigurna nadređena tranša implicitno bi uključivala unakrsno subvencioniranje. Trenutno je na delu u globalnim razmerama eksplozija javnog duga (koji je na osnovu analiza koje su obavile Bank of America/Merril Lynch eksplodirao sa više od 11 hiljada milijardi američkih dolara u 2001. na 31 hiljadu milijardi dolara krajem 2011) na čijem sekundarnom tržištu više ne dominiraju institucionalni investitori niti hedž fondovi, već same centralne banke, pa je unakrsno subvencioniranje (ili zajedničko preuzimanje rizika), otpisi duga, finansijska pomoć iz zvaničnih izvora i delimična relaksacija duga što sve prećutno nosi restrukturiranje državnog duga, čak i kada se radi o državama koje ne pripadaju istoj valutnoj oblasti. Iako je sačuvana ključna prednost ideje Evro-nomics grupe. ECB supergarancija bi ostala jedino kod ESB, dok bi čitava izloženost i dalje ostala privatnim investitorima. Još jedna pogodnost naše modifikacije ovog predloga je ekonomske prirode. Ako je cilj kvazifiskalnog transfera jedno dug koji prevazilazi 60 % i ide do 100 % GDP, troškovi čitave operacije bili bi daleko niži. U stvari, provizorna računica pokazuje da bi ovaj transfer dostigao nekoliko procenata GDP Evrozone. Na kraju, naš predlog se razlikuje od predloga za uspostavljanjem Evropskog pakta za spašavanje, koji su izneli Bofinger et al. (2011), jer on ne propisuje da se države, koje već pate pod teretom dugova, kažnjene diferenciranjem premije kreditnog rizika, pomažu bilo sebi, bilo kredibilitetu nominalno zajedničkoj emisiji ESM, jer ne administrira ESM odgovornost za čitav dug preko 60 % GDP članica EMU.

Treća komponenta ovog troslojnog paketa kratkoročnih mera implicitno se odnosi na upravljanje dugom koji prevazilazi plafon od 100% GDP kod posebno pogođenih članica Evrozone. Mada ovaj deo javnog duga koji ulazi u „crveno“ treba formalno da ostane isključivo u odgovornosti država dužnika, po

predlogu koju su dali Holland i Varoufakis (2011), mi podržavamo nadnacionalni mehanizam finansiranja rasta čiji bi ključan deo bila emisija EIB obveznica, kojom bi se implicitno jemčilo za budući kapacite otplate duga država GIIPS (i ostalih manje razvijenih članica EU). U dugu smernica iz Lisabonskog sporazuma i takozvanog Programa obnove Evrope, Evropska investiciona banka (EIB), koja simbolizuje evropski sistem za podršku privatnih investicija, već je krenula sa agresivnijim uključivanjem u projekte orijentisane na podsticaj rasta i obnove, nedavno učetvorostučujući svoju bilansnu sumu iz 1997. godine. EIB bi trebalo da nastavi da se finansira emisijom sopstvenih (zajednički garantovanih) obveznica i u manjoj meri otplatom evropskih obveznica. EIB bi trebalo da uveća svoje investicije u pažljivo procenjene projekte uključujući kofinansiranje infrastrukture, ulaganja u vlasnički kapital novih preduzetničkih poduhvata u oblasti visoke tehnologije, obrazovanje, kreditnu podršku malih i srednjih preduzeća, zaštitu životne okoline i regionalni razvoj. Osnovni smisao bi bio da reputacija EIB i prinos rastućeg portfelja treba da budu garancija za privatne investitore koji kupuju EIB obveznice orijentisane ka obnovi. Uravnoteženiji rast i strukturne reforme u manje razvijenim regionima EMU se savršeno uklapaju u izvornu misiju EIB. Na kraju, savetovali bi privremeno smanjenje obaveznog učešća država koje primalaca u projektima sa kofinansiranjem (od 50 % do recimo maksimalnim 20 %) ili da se bar u proračunima javnog duga i stopa budžetskog deficita isključe oni izdaci država koji se odnose na EIB šeme zajedničkog investiranja.

Šta god da se dešava, E(M)U članicama neodložno treba privredni rast, rast ukupne produktivnosti faktora proizvodnje i tehnološki napredak koji bi omogućio da se ovo ostvari. Kada se privredni rast pokrene i stabilizuje, svaki javni dug će prestati da bude vitalna informacija i postati običan statistički podatak. Međutim, da bi se kriza prezaduženosti javnog sektora prevazišla, EMU će morati istovremeno da počne rešavanje problema u preostala tri segmenta krize. Ovo je kolosalan zadatak, za koji, da bi se uspešno doveo do kraja, skiciran paket mera ekonomske politike predstavlja samo početak. Bliska budućnost i strateški pravci razvoja izvan opisanog troslojnog paketa ukratko će se razmatrati u narednom odeljku ovog rada.

Bliska budućnost Evrozone: razmatranja aparatom teorije igara

Matrice kratkoročnih i dugoročnih efekata mogu se znatno razlikovati. Jezgro EMU, kao i njena periferija, mogu dosta izgubiti ukoliko bi došlo do raspada Evrozone. Međutim, izgleda da na srednji rok napuštanjem EMU periferija dobija više od samog jezgra, mada javnost u državama jezgra obično ima primedbe da na izdržavanje rastrošnog juga odlazi mnogo više nego što on sâm doprinosi uniji. Obe procene se u krajnjem mogu pokazati kao pogrešne. Zaista, ako do toga dođe, izlazak iz EMU mogao bi se potvrditi kao prilično

konfuzan posao, tehnički, politički, i ne manje finansijski. Raspad EMU je trenutno moguć scenario. Nacionalni lideri proširuju svoju jurisdikciju na teret Unije i njenih institucija, otvoren nacionalizam i prečutan protekcionizam su u usponu, dok politički populizam preti da ponovo uspostavi kontrolu na granicama Šengenske oblasti.

Kako bilo, državama sa periferije EMU savetuje se da izvrše takozvanu fiskalnu konsolidaciju, tj. da zbog blagog povećanja fiskalnih prihoda posegnu za kontelom povećanja PDV i uniformnog smanjenja poreza na zarade (Farhi et al., 2011), dok jezgro EMU i dalje nemilosrdno pritiska za fiskalnu restrikciju. Pod tim okolnostima, kratkoročna matrica ishoda i strategija koje će verovatno koristiti privrede jezgra i periferije EMU ključno zavise od obima transfera koji se polako gasi (iz ugla država jezgra označeno sa τ_n). Naime, pod uslovom da važi sledeća relacija:

$$\sum \tau_m C_m^F \leq \sum B_n^{CORE} \quad (5)$$

tj. udeo jezgra u troškovima fiskalnog prilagođavanja EMU periferije ne prevazilazi koristi koji bi jezgro moglo imati, izraženo u ekvivalentu sadašnje vrednosti, možemo pretpostaviti da „namazane puterom“ zemlje (m) periferije (u daljem tekstu GIPS) mogu pregovarati (kvazi)fiskalni transfer i time prebaciti deo troškova fiskalnog prilagođavanja na države (n) jezgra Evrozone, zbog mogućih negativnih eksternih efekata koji usled otkaza u otplati duga zemalja sa periferije, naravno ukoliko se opstanak EMU smatra javnim dobrom (Fahrholz-Wojcik, 2012). Međutim, udaljićemo se od izvornog Fahrholz-Wojcik modela uvođenjem sledećih pretpostavki:

$$\sum \tau_n C_m^F = \tau_m C_m^F = C_m^{Tnsf} \quad (6)$$

$$C_m^F - B_m^{GIPS} - C_m^{Tnsf} \leq (i-g) PD_m^{GIPS} / Y_m^{GIPS} = const. \quad (7)$$

S obzirom da svaka prezadužena država mora vezati svoj primarni suficit obezbeđujući da u sadašnjoj vrednosti javni dug raste sporije od osnove za opozivanje, neće moći da uz potreban kredibilitet sebe obavežu na otplatu iznosa višeg od desne strane nejednačine (7), nasuprot sadašnjoj vrednosti svojih efektivnih troškova, umanjениh za koristi koje mogu imati od statusa člana EMU, i transfera iz jezgra, na levoj strani nejednačine. Pored toga, obe strane, jezgro i periferija EMU bi morale da poredе ne samo svoje troškove sa svojim koristima dok su u statusu člana Evrozone, već i troškove koje same moraju podneti radi očuvanja EMU nasuprot individualizovanih gubitaka koji bi nastali hipotetičkim raspadom:

$$C_m^F - B_m^{GIPS} - \tau_m C_m^F = (1 - \tau_m) C_m^F - B_m^{GIPS} \Leftrightarrow B_m^{GIPS} + C_m^F (\omega + \rho) \quad (8)$$

$$C_m^F(\omega+\rho) \approx K^* \quad (9)^{15}$$

$$\sum \tau_m C_m^F = \tau_n C_m^F = C_n^{Tnsf} \quad (10)$$

$$\tau_n C_m^F - B_n^{CORE} \Leftrightarrow B_n^{CORE} + C_m^F(1-\omega-\rho) \quad (11)$$

Relacija (8) i pojašnjenje dato u narednom izrazu (9), na taj način, opisuju „ostati ili napustiti“ razmatranja za teško zadužene članice EMU, dok relacija (11) poredi troškove očuvanja sa troškovima demontaže EMU iz ugla država jezgra EMU¹⁶.

Očigledno da je izuzetno teško obuhvatiti strategije koje bi preferirale države članice, kao i subjektivno određen značaj svojih i odluka ostalih učesnika. U tabeli 2 smo skicirali generalno raspoložive strategije za takozvane reprezentativne agente iz jezgra i sa periferije Unije, kao i ishode izbora ostalih učesnika iz svake grupe.

Ponovo je lako uočiti da se članice EMU suočavaju sa mnoštvom verovatnih ravnotežnih stanja, od kojih su dva stabilna (mada samo jedno od njih implicira opstanak Evrozona), premda je treće stanje do sada najradije birano iako je inferiorno, privremenog karaktera i sve nestabilnije kao fenomen.

Slično većini igara pregovaranja, pregovori o obimu i uslovima (kvazi)fiskalnih transfera odigravaju se sekvencijalno, pre nego u jednom koraku. Obe strane – jako jezgro (recimo, Nemačka) i slabija periferija (npr. GIPS) – naizgled ostavljaju klauzulu izlaska otvorenom, bar u teoriji. Obe strane mogu doneti odluku o napuštanju monetarne unije i ugroziti sve – uključujući i sopstveni privredni rast, reputaciju i prosperitet na dugi rok.

Bilo bi u interesu obe strane da ovaj blef predstave kao što realniju alternativu, sve dok traje igra oko transfera koji bi doveo do uravnoteženja. Tek nakon što obe strane (države) provere jedna za drugu koliko su blizu da izvrše pretnju, nekako (manje ili više) uključujući u proces poreske obveznike kao i banke koje su „prevelike da bi propale“, rešenje bi se moglo naći. U vezi sa tim, finansijska tržišta će pokazivati sve veću iznurenost kako proces pregovaranja protiče, a poskočiti u slučaju uspeha pregovora, ali samo za čitav obrazac ovog pregovora oko (kvazi)fiskalnih transfera, naravno ukoliko nijedno od Nashovih ravnotežnih stanja nije odabrano. Međutim, usred krize poverenja, pregovarači često pribegavaju takozvanoj „dilemi zatvorenika“, i tako ne uspevaju da dođu do rešenja koje je najboje za sve strane, ili čak bilo kog rešenja. Istorija konflikata u ljudskom društvu krunski je svedok ovakvih neuspeha, a upozorenja su sasvim jasna.

¹⁵ ω predstavlja mogućnost međunarodnih poverilaca da izvrše konfiskaciju, dok ρ obuhvata posledice po reputaciju usled eventualnog otkaza u otplati javnog duga i napuštanja EMU.

¹⁶ Izrazi na desnoj strani jednačina (8) i (11), predstavljaju koristi koje bi izostale napuštanjem članstva u EMU, kao oportunitetne troškove.

Tabela 2: Raspoložive strategije za države jezgra i periferije EMU

JEZGRO \ GIPS	KONSOLIDACIJA I PRILAGOĐAVANJE	OTKAZ I IZLAZAK	OKLEVATI
OSKUDAN – BEZ ILI SA NISKIM τ	Loše za GIPS Bolje za JEZGRO	NEŠOVA RAVNOTEŽA Najnepovoljnije za obe strane	Loše za GIPS (neuspešan blef?)
IZDAŠAN- VISOK τ	NEŠOVA RAVNOTEŽA Najpovoljnije za obe strane	Nije mudro za GIPS Najnepovoljnije za JEZGRO	Najbolje za GIPS Najgore za JEZGRO
OKLEVATI	Najgore za GIPS Najbolje za JEZGRO	Loše za JEZGRO (neuspešan blef?)	LOŠA RAVNOTEŽA Loše za obe strane

Razumevanje promena u poželjnosti i sklonosti da se odabere opcija izlaska kritično je za predviđanje ishoda čitavog ovog „na ivici nerava“ procesa iterativnog pregovaranja. U stvari, niti ima ekonomskog smisla, niti dovoljno vremena za odugovlačenje. Nemačka mora da odluči: ili da prihvati značajne fiskalne transfere ili da omogući ekspanzivnu monetarnu politiku u Evrozoni i evroobveznicama (u oba slučaja se radi o kofinansiranju akcije spašavanja), i time dopusti depresijaciju evra u značajnijem stepenu. Slabiji evro bio bi u interesu svih članica.

Prezadužene države EMU ne mogu podneti dubinu i trajanje fiskalne konsolidacije, kao i strukturna prilagođavanja koja postaju imperativ u današnjoj asimetričnoj i disfunkcionalnoj monetarnoj uniji. Vlade koje mogu uzeti u zajam po do sada ne zabeleženo niskim kamatnim stopama (sada, u slučaju Nemačke vrlo blizu 0 % u realnom izrazu na desetogodišnje obveznice) jednostavno moraju odigrati svoju ulogu u podršci ukupnih E(M)U zahteva. Banke mogu i treba da pruže podršku u tim nastojanjima. Belcerowicz (2012) se zalaže protiv finansijskog restrukturiranja banaka iz javnih izvora, ukoliko rezerve nacionalnih šema za osiguranje depozita nisu ograničene, jer su spašavanje banaka i spašavanje država dve dijametralno suprotne aktivnosti. Trenutno se državne obveznice, koje i dalje nose prinos mnogo viši od kamatnih stopa na zajmove za rekapitalizaciju banaka, i dalje hteli ne hteli prihvataju od ECB kao kolateral, a ujedno su implicitno garantovane ako stvari krenu lošim putem. Takvu безусловnu podršku bi trebalo uzeti iz ruku privatnog bankarskog sektora i ugraditi kaznene elemente u politiku podrške.

Konačno, ozbiljno sumnjamo u kredibilitet i izvodljivost i sličnih palijativnih rešenja, kojima se predlaže privremeni izlazak i ponovni ulazak u EMU, već po odluci same države. Političko „zavrtanje ruku“, ulepšavanje realnosti kroz korekcije u proceduri i finansijska varka jednostavno neće delovati ovog puta. Prevazići ili odustati – na liderima E(M)U je da odluče!

Zaključak

U radu pokušavamo da rasvetlimo istorijske i konstrukcione uzroke krize u Evrozoni, elemente akutne pretnje kao i da uočimo one odgovore ekonomske politike koji u kratkom roku mogu da spreče raspad EMU. Poslednje ali ne i najmanje važno, u radu razvijamo specifičnu matricu ishoda taktičke igre kako bi razmatrali opcije i trenutnu verovatnoću izbora raspoloživih strategija reprezentativnih agenata, koje sa svoje strane otkrivaju tri različita ravnotežna stanja.

Predloženi paket politika od tri elementa rešava najveći deo uočenih problema. ECB je bila opsesivno opčinjena i revnosna u pogledu cilja niske inflacije, u istoj meri u kojoj su i nacionalni lideri država u jezgru EMU u pogledu mera fiskalne štedljivosti. Suština našeg predloga politika oslanja se na do sada nepostojeći konsenzus da su obe ove ideje neodgovorne i pogrešne. Glavni potezi se grupišu oko imperativa Bradyjevskih panevropskih obveznica kako bi se umanjili troškovi otplate duga, minimalnog ali odlučnog (kvazi)fiskalnog transfera, koji bi na idealan način podupro glavne korisnike projekta monetarne unije i EIB obveznice koje bi stimulisale privredni rast i izvukle tačkove EMU iz recesionog blata.

Dokaže li se EMU nesposobnom da postigne opisani konsenzus u izboru mera ekonomske politike, jedina alternativa za određene države bila bi da napuste Evrozonu. Ovim bi se monetarna unija svela na prostor sa kojim se lakše može upravljati i smanjila stepen asimetrije makroekonomskih šokova kojim bi oblast bila izložena. Ovo bi, međutim, imalo do sada neviđene posledice na jednosmeran uspeh planiran od strane evropskih tehnokrata i francusko-nemačku osovinu. Da ne govorimo o izuzetnoj složenosti procesa izlaska iz monetarne unije koji bi morao biti odgovorno kodifikovan da bi se izveo na uređen način.

Na žalost, zbog takozvanog efekta „dileme zatvorenika“ koji je prisutan u procesu pregovaranja unutar EMU, i prividne sigurnosti neodrživog istovremenog usporavanja, delimični raspad Evrozone u vreme kada je ovaj rad nastajao izgleda mnogo verovatniji od stvaranja kritične mase (kvazi)fiskalnog federalizma koji je neophodan da bi se došlo do Nashovog uravnoteženja.

Teško je reći da li će EMU biti dovoljno mudra i srećna da prebrodi ovu krizu. Ipak, lako je uočiti da izvodljiva rešenja u oblasti makroekonomije ne bi

bila prijatna za mnoge članice unije. Neusklađene reakcije na krizu već su koštale poreske obveznike država Evrozone čitave dve godine očajanja i nešto više potrošenih evra. Privrede Evrozone mogle bi lako protračiti još jednu deceniju do konačne normalizacije. Ipak, da bi se krenulo u ozdravljenje, mora se suočiti sa bolešću, prihvatiti dijagnoza i krenuti u lečenje. O, da, čak i pre toga, bolesnik mora čvrsto verovati u mogućnost oporavka.

Literatura

- Acemoglu, D., Johnson, S. (2012) Captured Europe. Project Syndicate. March 20th, <http://www.projectsyndicate.org/commentary/captured-europe>, (accessed 25.03.2012).
- Bini-Smaghi, L., Padoa-Schioppa, T., Papadia, F. (1993) The Policy History of the Maastricht Treaty: the Transition to the Final Stage of EMU. Banca d'Italia.
- Balcerowicz, L. (2012) The Bailout Bias. Project Syndicate, March 19th, <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-bailout-bias>, (accessed 25.03.2012).
- Baldwin, R., Wyplosz, C. (2009) European Economic Integration. New York: McGraw-Hill.
- Blanchard, O. (2011) Four hard truths in 2011. VoxEU.org, December 23rd, <http://www.voxeu.org/article/blanchard-2011-s-four-hard-truths> (accessed 4.01.2012).
- Bofinger, P. et al. (2011) A European Redemption Pact. VoxEU.org, November 9th, <http://www.voxeu.org/article/european-redemption-pact> (accessed 23.11.2011).
- Chassany, A., Packard, S., Callanan, N. (2011) European Banks Get 'False Deleveraging' in Seller-Financed Deals. Bloomberg News, November 23rd, <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-23/european-banks-get-false-deleveraging-.html> (accessed 1.03.2012).
- Coimbra, N. (2010) An Iberian Disease? On Current Account Imbalances within Monetary Union. London Business School, *mimeo*.
- Corsetti, G., Pesaran, H. (2012) Beyond Fiscal Federalism: What does it take to save the Euro? VoxEU, January 9th, <http://www.voxeu.org/article/beyond-fiscal-federalism-what-will-it-take-save-euro>, (accessed 1.03.2012).
- De Grauwe, P. (2006) Monetary Integration since the Maastricht Treaty. *Journal of Common Market Studies*, 44 (4): 711–730.
- De Grauwe, P. (2011) The Governance of a Fragile Eurozone. CEPS Working Document No. 346, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- Eichengreen, B. (2011) International Policy Coordination: The Long View. NBER Working Paper No. 17665, Cambridge, MA.
- European Commission (2008) EMU @ 10: Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Luxemburg.
- Fahrholz, C., Wojcik, C. (2012) The Eurozone needs Exit Rules. CESifo Working Paper No. 3845, Centre for Economic Studies, Munich.

- Farhi, E., Gopinath, G., Itskhoki, O. (2011) Fiscal Devaluations. Department of Economics, Princeton University, *mimeo*.
- Feldstein, M. (2011) The Euro and European Economic Conditions. NBER Working Paper No. 17617, Cambridge, MA.
- Financial Times (2012) Siemens to pay €170m to Greæce over Alleged Bribery of Officials. March 9th.
- Gianviti, F. et al. (2010) A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal. Bruegel, Brussels, November 9th.
- Goodhart, C. (2011) Global Macroeconomic and Financial Supervision: Where Next?. NBER Working Paper No. 17682, Cambridge, MA.
- Gross, D., Mayer, T. (2011) What to do when Euro Crisis reaches the Core? CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, Brussels, August 11th.
- Holland, S., Varoufakis, Y. (2011) A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis. Policy Note 11/3, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York, May.
- Jobst, C. (2011) A Balance Sheet View on TARGET – and why Restrictions on TARGET would have hit Germany First. VoxEU.org and Oestereichische Nationalbank, July 19th, <http://www.voxeu.org/article/should-target-balances-be-restricted>, (accessed 15.04.2012).
- Jovanovic, M. (2012) Is the Eurozone Rescue Strategy Tantamount to the Rearrangement of the Deckchairs on the Titanic? *Journal of Economic Integration*, 27 (1): 33–79.
- Kinsella, S., O’Sullivan, V. (2011) Deleveraging in the Eurozone. VoxEU.org, December 17th, <http://www.voxeu.org/article/deleveraging-eurozone>, (accessed 2.04.2012).
- Krugman, P. (2011a) Killing the Euro. New York Times Column, December 1st.
- Krugman, P. (2011b) Wishful Thinking and the Road to Eurogeddon, New York Times Column, November 7th.
- Lapavistas, C. et al. (2010) Eurozone Crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 12 (4): 321–373.
- Lavrač, V. (2004) Fulfillment of Maastricht Convergence Criteria and the Acceding Countries. EZoneplus Working Paper 21, Jean Monet Centre of Excellence, FU Berlin.
- Malovic, M., Djukic, M., Redzepagic, S. (2011) Maastricht Criteria at the Age of 18: Are they even converging, which party and to what end? in Andrade *et al.*, (eds.) *Serbia and the European Union: Economic Lessons from the New Member States*, University of Coimbra Press, Coimbra, pp. 11–27.
- Mundell, R. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51 (4): 657–675.
- Obstfeld, M. (2012) Financial Flows, Financial Crises and Global Imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 31 (3): 469–480.
- Pisany-Ferry, J. (2012) Who Lost Greece? Project syndicate, February, *mimeo*.
- Sinn, H. W. (2012) European End Game. *The International Economy*, Winter issue, Washington, DC.

- Sinn, H. W., Wallmershaeuser, T. (2011) Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. NBER Working Paper No. 17626, Cambridge, MA.
- Stiglitz, J. (2011) What can Save the Euro? Project Syndicate, December 5th, <http://www.project-syndicate.org/commentary/what-can-save-the-euro->, (accessed 1.04.2012).
- Uhlig, H. (2011) Synthetic Bonds are the Answer to Euro-Area Crisis. Bloomberg Business Class, October 21st.
- Weidman, J. (2012) Rebalancing Europe. Speech at Chatham House in London, Deutsche Bundesbank, 28th of March.
- Wyplosz, C. (2011a) Debt Restructuring. European Parliament, Directorate General for Internal Policies, briefing note, *mimeo*.
- Wyplosz, C. (2011b) An Open Letter to Dr. Jens Weidman. VoxEU.org, November 18th, <http://www.voxeu.org/article/open-letter-dr-jens-weidmann>, (accessed 22.12.2011).
- Young, B., Semmler, W. (2011) European Sovereign Debt Crisis: Is Germany to blame? *German Politics and Society*,

GET OVER OR GAME OVER: THE RISE AND FALL OF THE EMU

Abstract: After two decades of being a monetary unification gospel, EMU is at a brink of dissolution. The European (Monetary) Union, including its political significance and economic future has been hanging in balance ever since the May of 2010, most recently reaching the very end of the rope. This paper attempted to discern historical and constructional origins of the Eurozone crisis, layers or ingredients of the ongoing peril as well as to identify a short-term technical policy response, necessary for avoiding the imminent break-up of the EMU. Last but not least, the article developed a game theoretical pay-off matrix in order to consider the menu and tentative likelihood of representative agents' available strategy pairs, that in turn revealed three distinct equilibria, one of which will decisively shape the immediate outlook and ultimate fate of the Eurozone. However, the current pairs in the core vs. periphery pay-off matrix of apparently pursued strategies do not lead to the desirable, superior Nash equilibrium. Out of three bargaining equilibria possible, only two are Nash-stable and only one associated with EMU's survival. It is hard to say whether the EMU will be lucky and wise enough to weather this crisis. It is easy to say that feasible macroeconomic solutions won't be pleasing for many of its members.

Keywords: Euro(zone) crisis, BoP imbalances, European sovereign debts, bail-ins, (quasi)fiscal transfers