



MULTIPLIKATOR EVROPSKE KRIZE – OD JEDNE KRIZE KA DRUGOJ

Ivana V. Pešić

Eurobanka AD Beograd, Srbija

✉ pesic.ivana@gmail.com, Ivana.Pesic3@eurobank.rs

Gajo M. Vanka

Univerzitet i centar za istraživanje u Vageningenu,

Škola društvenih nauka u Vageningenu, Vageningen, Holandija

✉ gvanka@leomail.tamuc.edu, vankagajo@yahoo.co.uk, gajo.vanka@telenor.rs

UDK
339.932:061.1
EU:338.124.4
Pregledni rad

Apstrakt: S obzirom da je širenje krize u Evropskoj uniji (EU) uveliko počelo, istraživački radovi su do sada pružili različite definicije kao što su valutna kriza, kriza konkurentnosti, bankarska kriza, platno-bilansna kriza, pri čemu je najčešće susretan pojam kriza suverenog duga. U ovom radu, autori se slažu da se aktuelna evropska kriza prvenstveno ispoljila kao dužnička kriza, ali je u cilju uspostavljanja adekvatnih kriznih mera, neophodno dublje sagledati uzroke krize. U radu je identifikovan proces multiplikacije krize, pri čemu se zaključuje da je jedan oblik krize vodio ka drugom, ostajući pri stanovištu da je trenutna kriza u evrozoni u osnovi kombinacija platno-bilansne i bankarske krize. U cilju podrške hipotezi da je kriza suverenog duga duboko povezana sa krizom platnog bilansa, analizirali smo trgovinske tokove i tokove kapitala između evropskih zemalja. Potvrđeno je da su periferne zemlje pretežno finansirale deficit bilansa tekućih transakcija, spoljno-trgovinski deficit i budžetski deficit putem eksternog zaduživanja. Zemlje periferije su istovremeno uvećavale deficit i u trgovinskoj razmeni sa ostalim članicama EU i u trgovinskoj razmeni sa ostatkom sveta. Ključni uzrok unutrašnje neravnoteže u EU jeste različit nivo konkurentnosti njenih članica usled različitog nivoa produktivnosti. Kao drugo lice krize Evropske unije prepoznali smo bankarsku krizu. S tim u vezi, pokazali smo da su dužnička kriza i bankarska kriza međusobno povezane, ali da bankarska kriza obično prethodi dužničkoj krizi. Sa intenziviranjem međunarodnih tokova kapitala i naročito sa uvođenjem evra, intenzivirana je i finansijska integracija u evrozoni. Putem analize međunarodne investicione pozicije zemalja kreditora, konstatovano je da su ove zemlje u znatno većoj meri integrisane u evrozoni kroz finansijske tokove nego kroz realne ekonomske tokove. Osim toga, banke zemalja kreditora bile su među najvećim investitorima u obveznice perifernih zemalja poput Grčke, pa su sada suočene sa problemom solventnosti zbog pogoršanja bilansa. U zemljama kao što je Irska, spasavanje posrnulog bankarskog sistema dovelo je do povećanja javnog duga, što je kasnije rezultiralo u dužničkoj krizi. Na osnovu sprovedenih analiza, došlo se do zaključka da dužnička kriza u evrozoni u svojoj osnovi sadrži kombinaciju platno-bilansne i bankarske krize. Uzimajući u obzir da je u dosadašnjoj istoriji Evropske unije svaka kriza vodila ka daljem jačanju evropske integracije, možda će i aktuelna kriza biti još jedan korak dalje u istom smeru.

Primljeno:
25.02.2014.
Prihvaćeno:
10.06.2014.

Ključne reči: platno-bilansna kriza, bankarska kriza, konkurentnost, produktivnost, trgovina, dužnička kriza, zemlje periferije (PIIGS).

1. Uvod

Evropska kriza, poznata kao dužnička kriza ili kriza suverenog duga, ispoljila se u trenutku kada pojedine članice Evropske unije nisu više bile u stanju da servisiraju svoje finansijske obaveze. Kada je postalo jasno da rast spoljnog duga više nije održiv, tržište je izvršilo dodatni pritisak, što je rezultiralo u rastu cene dodatnog zaduživanja. Imajući u vidu da se kriza veoma brzo prelila na čitavu Evropsku uniju, postalo je jasno da postoje dublji uzroci krize koje je neophodno istražiti. Tako je evropska kriza postala izazov, ne samo za predstavnike nacionalnih politika i zajedničke evropske politike, već i za istraživače, analitičare i praktičare. Kako bi se ukazalo na razmere i složenost krize u evrozoni, u nastavku ćemo se osvrnuti na pojedini radove koji ovu problematiku tretiraju sa različitih aspekata.

Prema Federstounu (2011), grčka kriza koja je eksalirala u jesen 2009. godine predstavlja veliki izazov, ne samo za grčku vladu i vlade zemalja unutar evrozone, već zaslužuje značajnu međunarodnu pažnju zbog rizika izazivanja značajnih turbulencija na međunarodnom finansijskom tržištu.

Imajući u vidu visok stepen integracije država članica evrozone, *contagion* efekat ispoljio se veoma brzo, što je Evropsku uniju dovelo u stanje najozbiljnije krize još od njenog formiranja. Zvaničnici su odmah prepoznali da bi isključivanje zemalja pogođenih krizom iz sistema monetarne unije dovelo do enormnih troškova, pa se ubrzo došlo do zaključka da je zajednička pomoć zemljama sa dužničkim problemima najbolje rešenje, kako bi se sprečilo urušavanje EU kao celine. Tako je već u maju 2010. godine upućen prvi paket finansijske pomoći Grčkoj od strane EU i Međunarodnog monetarnog fonda (MMF-a). Posle Grčke, Irska i Portugalija su takođe zatražile finansijsku pomoć što je dodatno uznemirilo investitore, pa je tržište izvršilo pritisak na rast cena državnih obveznica ovih zemalja. Mere pomoći su imale za cilj smirivanje tržišnih turbulencija i sprečavanje daljeg širenja krize na Italiju i Španiju, koje su ocenjene kao sledeće zemlje koje bi mogle da zapadnu u dužnički problem. Iako su ove kratkoročne mere donele izvesne pozitivne rezultate, Evropska unija kao celina je ostala ranjiva, što je dovelo do preispitivanja dugoročnog opstanaka zajedničke valute.

Analizirajući uzroke evropske krize, De Grov (2011) je kao glavne učesnike koji su na izvestan način doprineli krizi, identifikovao sledeće institucije: Grčku, finansijska tržišta i vlasti unutar evrozone.

Kako zvanična statistika pokazuje, u godinama koje su prethodile krizi, neke članice EU nisu poštovale zajednička pravila. Rejn (2012) je podsetio da je, prilikom kreiranja monetarne unije, problematika prezaduženosti bila definisana kroz dva osnovna mehanizma. Prvo, Paktom o stabilnosti i rastu propisano je da godišnji budžetski deficit ne sme biti veći od 3% društvenog

bruto proizvoda (BDP) a ukupan javni dug ne sme da prekorači 60% BDP-a. Drugo, zajednička pravila propisuju tzv. "no bailout clause", tj. isključuju mogućnost zajedničkog spasavanja zemalja u slučaju bankrota.

Todorović i Bogdanović (2011) su izložili opsežnu analizu različitih faktora koji su uticali na krizu u Grčkoj i Irskoj. Prema ovim autorima, kriza u Grčkoj nastala je kao posledica intenzivnog zaduživanja na međunarodnom tržištu kapitala za potrebe finansiranja budžetskog deficita i deficita tekućeg računa platnog bilansa, dok je irska dužnička kriza prvenstveno rezultat krize u bankarskom sektoru. Dalje, dužnička kriza u EU još jednom je pokazala da model ekonomskog rasta koji se zasniva na finansiranju potrošnje putem zaduživanja ne može dati pozitivne rezultate na dugi rok.

Majer (2011) je istakao da u osnovi dužničke i bankarske krize u evrozoni leži platno-bilansna kriza koja proističe iz neravnoteže, tj. neusklađenosti realnih deviznih kurseva između zemalja članica evrozone.

Zin (2012) je pokrenuo značajnu akademsku raspravu u vezi sa evropskom neravnotežom u međunarodnom platnom sistemu TARGET 2. Prema ovom autoru, TARGET 2 je značajno doprineo održavanju deficita tekućeg računa platnog bilansa zemalja periferije.

Polazeći od tržišnog pristupa, Blundel-Vignal i Slovik (2011) su pokazali da je kriza u Evropi rezultat uzajamnog prožimanja bankarske krize i krize suverenog duga.

Evropska centralna banka je posebnu pažnju posvetila fenomenu zaraze, tj. *contagion* efektu (ECB Mesečni bilten 2013). Trgovinska integracija unutar EU, koja je naročito intenzivirana u godinama pre krize, predstavlja glavni kanal transmisije krize sa jedne zemlje na drugu. U godinama koje su prethodile globalnoj finansijskoj krizi, neke zemlje u zoni evra su paralelno sa povećanjem deficita tekućeg računa platnog bilansa, imale i povećani trgovinski deficit u razmeni sa ostalim članicama evrozone.

Bibo (2012) je jedan od autora koji evropsku krizu definiše sa stanovišta teorije "kriza blizakinja", ističući da kriza u evrozoni predstavlja kombinaciju platno-bilansne i bankarske krize. Bibo je istakao da je ispravna definicija krize neophodna pre sprovođenja bilo kakvih kriznih mera, jer ukoliko bi mere bile izvedene iz loše dijagnostike same krize, to bi moglo dodatno pogoršati situaciju. Prema ovom autoru, Nemačka je značajno doprinela izgradnji neravnoteže u EU, jer se vremenom udaljila od zlatnog pravila na kome počiva monetarna unija: ciljane stope inflacije. Zbog toga se ova zemlja trenutno suočava sa tzv. trilemom, jer ne može imati istovremeno i kontinuirani rast izvoza i poštovanje principa "no bailout clause" i nezavisnu centralnu banku (Bibo 2012).

2. Metodologija

Kompleksnost krize u evrozoni je na sveobuhvatan način objasnio Mongeli (2013), ukazujući da evropska kriza kombinuje karakteristike finansijske krize u jednoj grupi zemalja, sa krizom platnog bilansa u drugim zemljama i tendencijom usporenog rasta u zemljama na koje se kriza prelila. Svi ovi problemi su i ranije postojali u Evropi, ali nikada nisu kulminirali istovremeno u tolikom broju zemalja, koje imaju zajedničku valutu a ne raspolažu dovoljnim brojem mehanizama za usklađivanje.

Sa našeg gledišta, priroda krize u evrozoni ne može se striktno objasniti postojećim teorijama kriza, imajući u vidu nekoliko faktora. Prvo, kriza u različitim zemljama evro zone ima različite uzroke. Drugo, čak i kada se neke teorije mogu primeniti na krizu u pojedinim zemljama EU, iste teorije ne bi mogle objasniti krizu EU kao celine. Treće, kriza u EU u osnovi sadrži različite oblike kriza, pri čemu se jedan oblik krize nadovezuje na drugi. Međutim, postoji nekoliko suštinskih elemenata evropske krize koji mogu biti potvrđeni sa stanovišta postojećih teorija:

- kontinuirano finansiranje deficita platnog bilansa i budžetskog deficita putem zaduživanja je neodrživo na dugi rok;
- trgovinski tokovi i tokovi kapitala su glavni kanali transmisije krize između zemalja;
- liberalizacija tokova kapitala bez adekvatne regulative stvara pogodan teren za finansijske krize;
- panika na finansijskom tržištu može izvršiti dodatni pritisak na zemlje koje su već zahvaćene krizom.

U ovom radu ukazaćemo na nekoliko aspekata krize u evrozoni, analizirajući zvanične statističke podatke objavljene od strane Eurostat-a, Banke za međunarodna poravnanja i nacionalnih centralnih banaka država članica EU. U radu se analiziraju dve strane evropske integracije: ekonomska i finansijska integracija. Zemlje koje su obuhvaćene analizom podeljene su u dve grupe. Prvu grupu čine tzv. zemlje periferije (PIIGS) i to su: Portugalija, Irska, Italija, Grčka i Španija. Druga grupa obuhvata tzv. zemlje jezgra, tj. države članice EU koje su najveći kreditori i istovremeno imaju najveću kreditnu izloženost prema perifernim zemljama.

Analiza pokriva statističke podatke za poslednjih deset godina. U radu se analiziraju relevantni makroekonomski pokazatelji: bilans tekućih transakcija platnog bilansa, spoljno-trgovinski bilans i neto investiciona pozicija pomenutih grupa zemalja. Na ovaj način testirana je hipoteza da su zemlje zahvaćene krizom finansirale svoj deficit tekućeg računa platnog bilansa i trgovinski deficit putem zaduživanja u inostranstvu. Dalje, u okviru trgovinskog bilansa, posebno smo analizirali bilans intra-regionalne trgovinske razmene i trgovinski

bilans u razmeni sa zemljama izvan EU. Ovakva analiza je neophodna kako bi se utvrdilo koji od dva podbilansa ima veći uticaj na ukupan spoljno-trgovinski bilans. Dodatno, ovakva podela spoljno-trgovinskog bilansa je važna kako bi se pokazalo da li su strane pozajmice korišćene za finansiranje trgovinskog deficita u razmeni sa trećim zemljama ili trgovinskog deficita u intra-regionalnoj razmeni. Najveći deo ovog dela istraživanja posvećen je unutrašnjoj neravnoteži u EU.

U sledećem delu rada analizirali smo neto investicionu poziciju zemalja koje su najveći kreditori u EU. Posebna pažnja posvećena je strukturi neto investicija u inostranstvu sa namerom da se potvrdi hipoteza da su, u periodu pre krize, zemlje kreditori znatno više investirale u razne oblike finansijskih aktiva, nego putem stranih direktnih investicija.

Kroz analizu zvaničnih statističkih podataka Banke za međunarodna poravnanja, identifikovali smo zemlje koje su najveći investitori, tj. kreditori zemalja periferije.

Na kraju, radi uspostavljanja veze između bankarske krize i krize suverenog duga, dodatno smo analizirali reakciju finansijskih tržišta, i to putem analize prinosa na državne obveznice perifernih zemalja.

Konačni cilj ovog istraživanja jeste da se ukaže na postojanje fenomena koji smo definisali kao "multiplikator kriza", koji može biti predmet nekog budućeg istraživanja.

3. Unutrašnja neravnoteža u EU: tekući račun platnog bilansa, trgovinski bilans i neto investiciona pozicija

U godinama koje su prethodile globalnoj ekonomskoj krizi iz 2007. godine, bilo je očigledno da neke zemlje Evropske unije kontinuirano ostvaruju platno-bilansni deficit, budžetski deficit i visok javni dug. Sa druge strane, u nekim članicama EU pomenuti indikatori imali su suprotan trend, što ukazuje na određeni nivo unutrašnje neravnoteže u EU.

Kako je De Grov (2012) objasnio, jedan od glavnih problema evrozone jeste razlika u konkurentnosti između zemalja članica, čiji koreni datiraju još iz ranih 2000-ih. Ove razlike vremenom su dovele do stvaranja neravnoteže unutar evrozone, jer su na jednoj strani, neke zemlje pogoršavale konkurentnost akumulirajući platno-bilansni deficit i zaduženost, dok su na drugoj strani, zemlje poput Nemačke kontinuirano akumulirale platno-bilansni suficit i time popravljale svoju konkurentost iz godine u godinu (De Grov 2012).

Kao što je prikazano u tabeli 1, zemlje periferije beležile su porast deficita tekućeg računa platnog bilansa do 2007. godine, dok su zemlje kreditori beležile kontinuirani rast suficita (izuzimajući Francusku).

Tabela 1. Bilans tekućeg računa platnog bilansa (% BDP-a) - trogodišnji prosek.

ZEMLJE PERIFERIJE (PIIGS)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Irska	-0.5	-0.5	-1.4	-2.5	-4.1	-	-4.4	-2.3	0	2.4
Grčka	-6.8	-6.3	-6.7	-8.3	-11.2	-13.6	-13.6	-12.1	-10.4	-7.7
Španija	-3.6	-4	-5.4	-7.2	-8.8	-	-8.1	-6.3	-4.3	-3.1
Italija	-0.3	-0.5	-0.7	-0.9	-1.2	-	-2	-2.8	-2.9	-2.4
Portugalija	-8.3	-7.7	-8.4	-9.8	-10.4	-11.1	-11.2	-11.4	-9.5	-6.4
ZEMLJE KREDITORI										
Nemačka	1.3	2.9	3.9	5.3	6.3	6.6	6.5	6.1	6.1	6.5
Francuska	1.1	0.7	0.2	-0.2	-0.7	-	-1.4	-1.5	-1.6	-1.9
Holandija	3.6	5.3	6.9	8.1	7.8	6.8	5.4	5.8	7.7	9.4

Izvor: Eurostat - statistička baza podataka

Iako tekući račun platnog bilansa obuhvata još i rente, kamate, profite, dividende i neto transferna plaćanja (kao što su penzije i doznake), trgovinski bilans ipak čini njegov najveći deo.

Tabela 2. Trgovinski bilans (% BDP-a) - trogodišnji prosek.

ZEMLJE PERIFERIJE (PIIGS)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Irska	23.2	20.9	17.3	14.1	10.5	13.3	20.1	22.8	22.7	22.2
Grčka	-13.1	-13.7	-14.3	-16.9	-18.6	-18.9	-13.3	-12.7	-13.1	-10.1
Španija	-5.1	-6.4	-7.5	-8.4	-8.7	-7.9	-4	-4.6	-4	-2.5
Italija	0.7	0.6	0	-0.7	0.2	-0.1	0.1	-1.3	-1.1	1.1
Portugalija	-9.4	-10.9	-11.8	-11.4	-11.3	-13.4	-10.6	-11.1	-8.3	-5.2
ZEMLJE KREDITORI										
Nemačka	6	6.9	7	6.9	8.2	7.3	5.5	6.3	5.9	6.7
Francuska	0.2	-0.2	-1.3	-1.7	-2.2	-3.1	-2.3	-2.7	-3.7	-3.5
Holandija	6.8	6.8	7.6	7.4	7.3	7	6	7.2	7.8	8.2

Izvor: Eurostat - statistička baza podataka

Na osnovu podataka prikazanih u tabeli 2, moguće je zaključiti da su Grčka, Španija i Irska imale negativan trend spoljno-trgovinskog bilansa u godinama pre krize. Grčka i Španija su povećale spoljno-trgovinski deficit, dok je Irska smanjila spoljno-trgovinski suficit. Italija je takođe zabeležila negativan trend u posmatranom periodu, pa je od zemlje sa suficitom postala zemlja sa deficitom. Irska je jedina zemlja iz ove grupe koja je imala kontinuirani spoljno-trgovinski suficit tokom celog posmatranog perioda.

Na strani zemalja kreditora, spoljno-trgovinski bilans Nemačke se kontinuirano popravljao u godinama pre krize, dok su Francuska i Holandija imale nešto drugačije performanse. Francuska je pogoršala svoju spoljno-trgovinsku poziciju putem kontinuiranog povećanja deficita, dok spoljno-trgovinski suficit Holandije počinje da opada počev od 2006. godine.

Fokusirajmo se na bilans tekućih transakcija platnog bilansa i trgovinski bilans. Generalno, najveći deo bilansa tekućih transakcija predstavlja trgovinski bilans. Međutim, sa namerom da se ukaže na postojanje neravnoteže unutar EU, neophodno je da se spoljno-trgovinski bilans posmatra odvojeno, kroz bilans

intra-regionalne trgovine i bilans u trgovini za zemljama izvan EU. Ovo je važno jer deficit u intra-regionalnoj trgovinskoj razmeni može biti pokriven suficitom u razmeni sa trećim zemljama i obrnuto. Tako zaduživanje u inostranstvu može služiti, ili za finansiranje deficita u trgovini sa zemljama izvan EU, ili za finansiranje deficita u trgovini sa ostalim članicama EU.

U periodu od 2004. do 2008. godine, prosečna stopa rasta spoljno-trgovinskog deficita Grčke iznosila je 10,7%. Stopa rasta deficita u razmeni sa zemljama izvan EU je u ovom periodu iznosila 12,9%, dok je stopa rasta deficita u intraregionalnoj razmeni bila nešto niža i iznosila 9,2%. Španija je imala sličan trend kao i Grčka. U posmatranom petogodišnjem periodu, spoljno-trgovinski deficit je rastao po prosečnoj stopi od 16,2%. Deficit Španije u trgovinskoj razmeni sa zemljama izvan EU rastao je po prosečnoj stopi od 21,8%, dok je deficit u intraregionalnoj trgovini rastao po prosečnoj stopi od 10,6%.

Slična situacija karakteristična je i za Portugaliju, gde je prosečna stopa rasta spoljno-trgovinskog deficita u petogodišnjem periodu iznosila 13,6%. Stopa rasta deficita u trgovini sa zemljama izvan EU iznosila je 14,7%, dok je ista iznosila 13,5% u razmeni sa partnerima iz EU. Italija je takođe imala negativan trend spoljno-trgovinskog bilansa u posmatranom periodu, iako ova zemlja ostvaruje suficit u intra-regionalnoj trgovini. Na osnovu prikazanog trenda moguće je zaključiti, da su tokom posmatranog perioda, Grčka, Španija i Portugalija imale istovremeno pogoršanje spoljno-trgovinskog bilansa i u trgovini sa evropskim partnerima i u trgovinskoj razmeni sa zemljama izvan EU, što ukazuje na smanjenje ukupne konkurentnosti ovih zemalja.

Među PIIGS zemljama, Irska je bila jedina suficitna zemlja u godinama koje su prethodile krizi. Međutim, iako je suficit u trgovinskoj razmeni sa zemljama izvan EU bio relativno stabilan, suficit u intraregionalnoj trgovini imao je negativan trend u posmatranom periodu. Prosečna stopa opadanja trgovinskog suficita, u petogodišnjem periodu pre krize, iznosila je 3,6 %, s tim što je stopa smanjenja suficita u intraregionalnoj trgovini bila veća i iznosila 7,9%, dok je suficit u trgovinskoj razmeni sa zemljama izvan EU opadao po prosečnoj stopi od 2,3%.

Tabela 3. Budžetski deficit (% BDP-a).

ZEMLJE PERIFERIJE (PIIGS)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Irska	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.4	-13.9	-30.8	-13.4	-7.6
Grčka	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.6	-10.7	-9.5	-10
Španija	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.7	-9.4	-10.6
Italija	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.5	-4.5	-3.8	-3
Portugalija	-3.7	-4	-6.5	-4.6	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.4	-6.4
ZEMLJE KREDITORI										
Nemačka	-4.2	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	-0.1	-3.1	-4.1	-0.8	0.2
Francuska	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1	-5.3	-4.8
Holandija	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.1	-4.5	-4.1

Izvor: Eurostat - statistička baza podataka

Osim negativnog trenda bilansa tekućeg računa i spoljno-trgovinskog bilansa, zemlje periferije su u periodu pre krize konstanto povećale i budžetski deficit i nivo javnog duga.

Prema podacima prikazanim u tabeli 3, moguće je zaključiti da je, među zemljama periferije, Grčka imala najveći budžetski deficit pre krize. Situacija je bila jednako loša i u Portugaliji i Italiji, dok je u Španiji stanje bilo nešto povoljnije, a tokom 2005. i 2006. godine ova zemlja je čak zabeležila suficit u državnom budžetu. Irska je jedina zemlja iz ove grupe, koja je tokom čitavog posmatranog perioda ostvarivala budžetski suficit.

I zemlje kreditori, poput Nemačke i Francuske, ostvarivale su budžetski deficit u godinama pre krize, ali je ovaj deficit postepeno smanjen do 2007. godine.

Visok spoljno-trgovinski deficit, u kombinaciji sa značajnim budžetskim deficitom, ukazuje na činjenicu da se Grčka istovremeno suočavala i sa problemima u realnoj ekonomiji i sa problemima neefikasnog upravljanja državnim budžetom. Ovi problemi su na kraju doveli do dužničke krize.

Kada je reč o javnom dugu, podaci iz tabele 4 pokazuju da je Italija bila u podjednako lošoj situaciji kao i Grčka, dok je Irska imala najniži nivo javnog duga od svih zemalja periferije.

Tabela 4. Bruto javni dug (% BDP-a)

ZEMLJE PERIFERIJE (PIIGS)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Irska	30.7	29.5	27.3	24.6	25.1	44.5	64.8	92.1	106.4	117.6
Grčka	97.4	98.6	100	106.1	107.4	112.9	129.7	148.3	170.3	156.9
Španija	48.8	46.3	43.2	39.7	36.3	40.2	53.9	61.5	69.3	84.2
Italija	104.1	103.7	105.7	106.3	103.3	106.1	116.4	119.3	120.8	127
Portugalija	59.4	61.9	67.7	69.4	68.4	71.7	83.7	94	108.3	123.6
ZEMLJE KREDITORI										
Nemačka	64.4	66.2	68.5	68	65.2	66.8	74.5	82.4	80.4	81.9
Francuska	62.9	64.9	66.4	63.7	64.2	68.2	79.2	82.4	85.8	90.2
Holandija	52	52.4	51.8	47.4	45.3	58.5	60.8	63.1	65.5	71.2

Izvor: Eurostat - statistička baza podataka

Osim negativnog trenda svih pomenutih pokazatelja, zemlje periferiju su, u posmatranom periodu, ostvarivale i negativnu neto investicionu poziciju, što dalje upućuje na zaključak da su pomenuti deficiti finansirani putem zaduživanja u inostranstvu. Pogledajmo neto investicionu poziciju po zemljama prikazanu u tabeli 5.

Podaci iz tabele 5 potvrđuju prethodnu tezu da su, u periodu pre krize, inostrani krediti korišćeni za finansiranje platno-bilansnog i budžetskog deficita. Grčka neto investiciona pozicija se kontinuirano pogoršavala iz godine u godinu, pa je sa 58,9% BDP-a u 2003. godini, dostigla nivo od 96,1% BDP-a u 2007. godini. Osim Grčke, slični zaključci važe i u slučaju Španije i Portugalije. Negativna neto investiciona pozicija se u ovim zemljama dodatno pogoršala, pa

je sa 45,2% i 57,5% BDP-a (koliko je iznosila 2003. godine), dostigla nivo od 78,1% i 87,9% BDP-a u 2007. godini. Italija je takođe pogoršala neto investicionu poziciju u posmatranom periodu, dok je u Irskoj situacija bila za nijasnu povoljnija. Međutim, kada je u pitanju Irska, trebalo bi imati u vidu da je ova zemlja ostvarivala suficit u spoljno-trgovinskoj razmeni, pa prethodni zaključci o finansiranju platno-bilansnog deficita putem zaduživanja u inostranstvu nisu primenljivi na ovu zemlju.

Tabela 5. Neto investiciona pozicija (% BDP-a).

ZEMLJE PERIFERIJE (PIIGS)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Irska	-20	-17.9	-24.5	-5.3	-19.5	-75.6	-92.4	-88	-93.9	-108.2
Grčka	-58.9	-67	-77.3	-85.4	-96.1	-76.8	-89.6	-98.4	-86.1	-114.5
Španija	-45.2	-51.9	-55.6	-65.8	-78.1	-79.3	-93.7	-88.8	-90.6	-91.4
Italija	-13.6	-15.8	-16.8	-22.2	-24.5	-24.1	-25.3	-23.9	-20.7	-24.8
Portugalija	-57.5	-64.1	-66.9	-78.8	-87.9	-96.2	-110.3	-107.2	-104.9	-116.7
ZEMLJE KREDITORI										
Nemačka	6.6	10.7	21	27.9	26.5	25.4	33.8	34.9	32.6	40.4
Francuska	-4.2	-4.7	1.1	1.1	-1.5	-12.9	-9.4	-12.5	-18.8	-21.1
Holandija	-1.7	3.7	-2.6	3.2	-6	4.2	16.7	24.5	36.4	54.1

Izvor: Eurostat - statistička baza podataka

Kako je Velan (2013) objasnio, u periodu koji je prethodio globalnoj ekonomskoj krizi iz 2007. godine, Irska je bila visoko na evropskoj lestvici zbog ekonomskog prosperiteta u dugogodišnjem periodu. Ova zemlja je ostvarivala ne samo zadovoljavajući nivo ekonomskog rasta, već je imala i nisku stopu nezaposlenosti i suficit u državnom budžetu, pa je zbog povoljne ekonomske klime bila privlačna za investitore. Međutim, kolaps tržišta nekretnina doveo je do krize bankarskog sektora sa kojom se irske vlasti nisu mogle nositi same.

4. Struktura neto investicione pozicije zemalja kreditora

U prethodnom delu rada pokazali smo da su, u godinama koje su prethodile krizi, zemlje kreditori povećavale svoje neto investicije u inostranstvu, dok su zemlje periferije povećavale platno-bilansni i budžetski deficit. Međutim, ovakav trend nije dovoljna potvrda da je npr. Nemačka finansirala platno-bilansni deficit Grčke. Moguće je da je Grčka finansirala svoj deficit tekućeg računa platnog bilansa zaduživanjem kod kreditora izvan EU.

Da bismo potvrdili hipotezu da su kapitalni tokovi unutar EU premašivali nivo koji se može dovesti u vezu sa trgovinskim tokovima, u nastavku ćemo se pozabaviti strukturom stranih investicija država kreditora. Nešto kasnije ukazaćemo i na nivo kreditne izloženosti zemalja kreditora prema zemljama periferije.

Tabela 6. Nemačka - Struktura neto investicija u inostranstvu.

U milijardama EVRA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Direktne investicije	570.6	595.1	678.3	768.6	848.3	898	943.4	1022.1	1048.1	1108
Portfolio investicije	1097.8	1243.1	1566.1	1719.4	1791.3	1541.7	1733.4	1888	1785.6	2028.3
Kreditni, strane valute i depoziti	1286.5	1405.9	1549.8	1794.8	2012.1	2061.3	1890.6	1920.9	2009.8	1888.8
Trgovinski krediti	81.1	82.1	90.7	106.5	112.4	111.8	102	111.7	120	118.1
Finansijski derivati								784.2	916	847
Učešće u međunarodnim institucijama	15.3	15.5	16.7	16.6	16.5	2.2	2.2	2.1	2.2	11
Ostale investicije	29.8	32.4	36	40.4	44.3	48.7	51.6	54.7	58.2	60.2
Rezerve	76.7	71.3	86.2	104.4	179.5	230.8	323.3	524.7	714.7	921
Ukupno:	3157.8	3445.4	4023.8	4550.7	5004.4	4894.5	5046.5	6308.4	6654.6	6982.4

Izvor: Zvanična statistika nemačke centralne banke ¹

Prema podacima iz tabele 6, oko 70% nemačkih neto investicija u inostranstvu čine zajmovi, strane valute, depoziti i ostale portfolio investicije, dok na strane direktne investicije otpada manje od 20% ukupnih neto investicija u inostranstvu. Slična struktura karakteristična je i za Francusku. Prema podacima prikazanim u tabeli 7, francuske strane direktne investicije čine svega 28%, dok portfolio investicije, strane valute i depoziti predstavljaju oko 70% ukupnih francuskih investicija u inostranstvu.

Tabela 7. Francuska - Struktura neto investicija u inostranstvu.

U milijardama EVRA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Direktne investicije	749.6	847.1	1044.6	1222.4	1219.2	911.0	1099.1	1135.9	985.3	1134.5
Portfolio investicije	1084.4	1285.3	1587.9	1851.0	2014.1	1857.4	2049.9	2078.0	1826.7	1947.9
Kreditni, strane valute i depoziti	632.9	712.6	972.8	1079.6	1240.0	1188.6	1131.1	1289.6	1531.0	1454.1
Trgovinski krediti	88.6	91.3	88.9	83.8	85.7	84.9	78.4	78.0	105.4	105.0
Ostale investicije uključujući finansijske derivati	83.1	116.9	124.5	159.2	241	234	273.5	868	1237	1301.6
Rezerve	56.0	56.8	63.0	74.6	78.6	74.0	92.4	124.5	133.1	139.9
Ukupno:	2704.5	3109.9	3881.8	4470.5	4878.6	4349.8	4724.3	5574.0	5818.5	6083.0

Izvor: Zvanična statistika francuske centralne banke

Iako je evidentno da su države kreditori znatno više investirale u portolio investicije nego putem stranih direktnih investicija, ovi podaci još uvek nisu dovoljni za potvrđivanje hipoteze da je veći deo investicija bio usmeren ka perifernim zemljama EU.

Prema Avdjievu (2011) i grupi autora, na kraju trećeg kvartala 2010. godine, ukupne konsolidovane strane investicije u Grčku, Irsku, Portugaliju i Španiju, evidentirane od strane Banke za međunarodna poravnanja, iznosile su 2.512 milijardi dolara (prilog 1). Iznos od 1.756 milijardi dolara ili 70% odnosi se na strana potraživanja, dok se preostalih 756 milijardi dolara odnosi na ostale obaveze, kao što su derivati, garancije i krediti. Detaljni prikaz strukture najvećih kreditora perifernih zemalja prikazan je u prilogu 1 ovog rada.

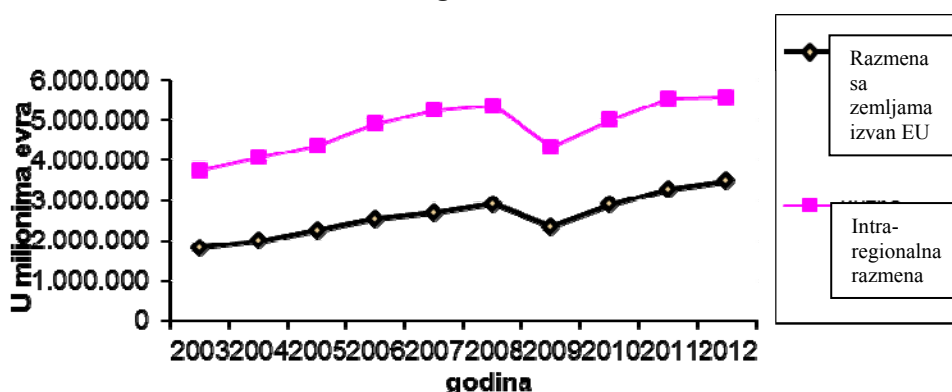
¹ <http://www.bundesbank.de> (2012) [Accessed 01/05/13]

5. Intraregionalna trgovina i neravnoteža u EU

Intraregionalna trgovina u okviru Evropske unije ima važnu ulogu jer predstavlja 60% njene ukupne trgovinske razmene. Oko 60% ukupnog obima spoljne trgovine EU skoncentrisano je na sledeće zemlje: Nemačku (21,5%), Francusku (11%), Holandiju (10,7%), Belgiju (8,5%) i Italiju (7,3%). Velika Britanija takođe ima značajan udeo u intraregionalnoj trgovinskoj razmeni (7,9%), ali imajući u vidu da ona nije članica monetarne unije, ova zemlja biće isključena iz dalje analize. Od formiranja Evropske unije, a posebno od uvođenja zajedničke valute, obim međusobne trgovinske razmene između članica EU konstatno je rastao.

Saglasno teoriji, intraregionalna trgovina ima rastući trend u periodu ekonomskog prosperiteta, dok u periodu krize i ekonomske stagnacije, intraregionalna razmena ima tendenciju opadanja. Ovakav trend bio je naročito evidentan tokom druge polovine 2008. i tokom čitave 2009. godine, kao rezultat globalne ekonomske krize. Kao što pokazuje slika 1, u vreme ekonomskog prosperiteta, obim intra-regionalne razmene u EU rastao je brže od obima trgovinske razmene sa trećim zemljama, da bi u toku krize intra-regionalna trgovina opadala znatno brže od smanjenja obima razmene sa zemljama izvan EU.

Slika 1. Obim trgovinske razmene EU.



Izvor: Kalkulacije autora

Evropska unija kao celina je najveći svetski trgovac. Međutim, trgovinske performanse se razlikuju između pojedinih zemalja članica, što ukazuje na postojanje izvesne neravnoteže unutar same unije. Na strani suficitnih zemalja, kontinuirani spoljno-trgovinski suficit tokom čitave poslednje decenije, ostvarivale su Nemačka, Holandija i Irska. Nešto manji suficit u spoljnoj trgovini imale su Švedska, Belgija, Danska i Češka Republika (sa izuzetkom 2003. i 2004. godine). Na drugoj strani, među deficitnim zemaljama, kontinuirani spoljno-trgovinski deficit karakterističan je za Francusku, Španiju i

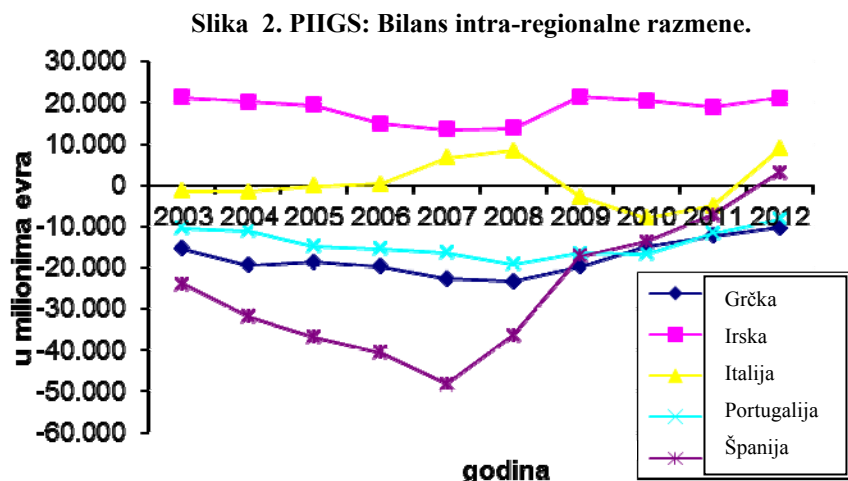
Grčku. Nešto manji deficit beleže Bugarska (izuzev 2005. godine), Portugalija, Poljska, Rumunija, Luksemburg, Austrija i Italija (izuzev 2012. godine). Ostale članice EU su u posmatranom periodu imale oscilirajuću trend spoljno-trgovinskog bilansa.

Da bismo bolje sagledali unutrašnju neravnotežu unutar EU, spoljno-trgovinski bilans posmatranih zemalja ćemo podeliti na bilans intraregionalne trgovine i bilans trgovinske razmene sa zemljama izvan EU.

Države koje ostvaruju suficit u spoljno-trgovinskoj razmeni i sa ostalim članicama EU i sa zemljama izvan EU, jesu: Nemačka, Danska i Irska. Nemačka je najveći trgovac u Evropskoj uniji, a najveći udeo njenog spoljno-trgovinskog suficita potiče iz intraregionalne trgovine. Na drugoj strani, spoljno-trgovinski suficit Irske je skoro jednako podeljen između suficita u razmeni sa trećim zemljama i suficita u trgovini sa evropskim partnerima. Holandija, Belgija i Češka Republika takođe ostvaruju suficit u intraregionalnoj trgovini, ali ove države imaju deficit u trgovinskoj razmeni sa partnerima izvan EU.

Među zemljama koje su tokom prethodne decenije ostvarivale trgovinski deficit i u trgovini sa evropskim partnerima i u trgovini sa trećim zemljama, ističu se Francuska, Grčka, Španija, Portugalija i Kipar.

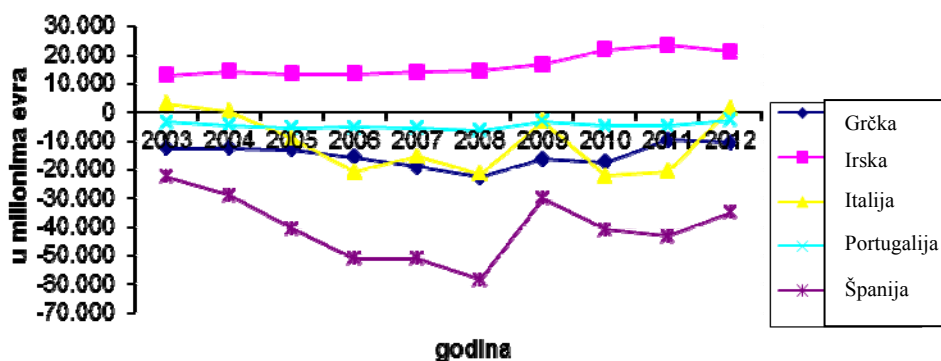
Na slici 2 prikazan je desetogodišnji trend bilansa intra-regionalne trgovine zemalja periferije.



Izvor: Kalkulacije autora

U godinama koje su prethodile krizi, Grčka, Portugalija i posebno Španija povećavale su deficit u intraregionalnoj trgovini, dok je Italija postepno smanjivala deficit, a tokom 2007. godine ova zemlja je čak postala suficitna u trgovinskoj razmeni sa evropskim partnerima.

Slika 3. PIIGS - Bilans trgovinske razmene sa zemljama izvan EU.

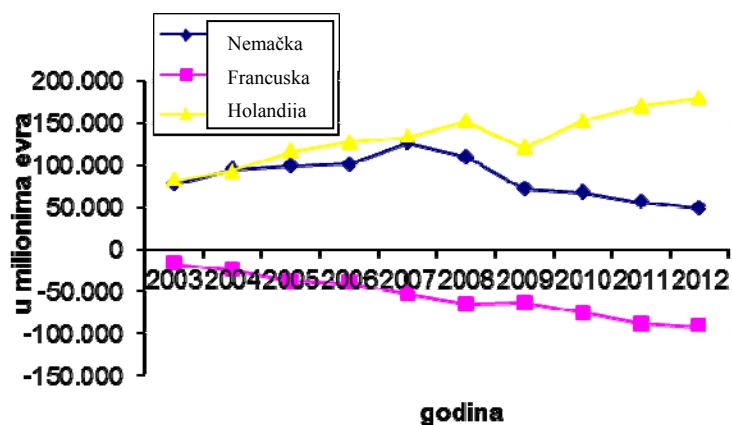


Izvor: Kalkulacije autora na osnovu statistike Eurostata

Što se tiče bilansa spoljno-trgovinske razmene zemalja periferije sa partnerima izvan EU, slika 3 pokazuje da je Grčka sve do 2007. godine, beležila rast deficita u trgovini sa zemljama izvan EU. Sličan trend prisutan je i u Španiji, dok je Portugalija imala nešto stabilniji trend deficita u razmeni sa zemljama izvan EU. Italija je takođe imala kontinuirano pogoršanje trgovinskih performansi u razmeni sa partnerima izvan EU.

Pogledajmo sada trend spoljno-trgovinskog bilansa zemalja kreditora u intraregionalnoj trgovini, koji je prikazan na slici 4.

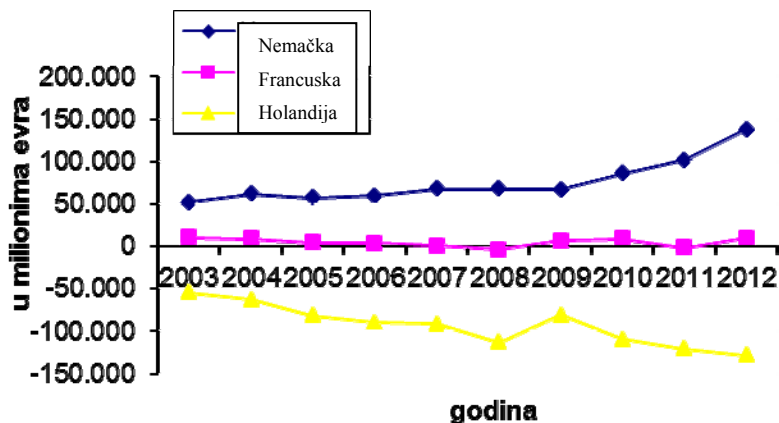
Slika 4. Zemlje kreditori - Bilans intra-regionalne razmene.



Izvor: Kalkulacije autora na osnovu statistike Eurostata

U godinama koje su prethodile krizi, Nemačka i Holandija su beležile rastući suficit u intraregionalnoj trgovini, dok je Francuska ostvarivala kontinuirani deficit.

Slika 5. Zemlje kreditori - Bilans razmene sa zemljama izvan EU.



Izvor: Kalkulacije autora na osnovu statistike Eurostata

Kada je reč o spoljno-trgovinskoj razmeni zemalja kreditora sa zemljama izvan EU, Nemačka je ostvarivala kontinuirani suficit, a u nekim godinama je suficit imao i rastući trend (slika br. 5). Na drugoj strani, Francuska je u trgovinskoj razmeni sa trećim zemljama postepeno smanjivala suficit u posmatranom periodu. Ovakav trend, zajedno sa negativnim trendom bilansa u intraregionalnoj trgovini, uticao je na povećanje ukupnog spoljno-trgovinskog deficita Francuske.

Da zaključimo, Grčka, Španija i Portugalija su sve do 2007. godine imale stalan porast ukupnog spoljno-trgovinskog deficita. Imajući u vidu da je ovakav trend bio praćen pogoršanjem neto investicione pozicije, nameće se zaključak da je pomenuti deficit finansiran putem zaduživanja u inostranstvu. Što se tiče Italije, i pored pozitivnog trenda bilansa u intraregionalnoj trgovini, Italija je značajno pogoršala svoj bilans u trgovinskoj razmeni sa trećim zemljama.

Kada je reč o konkuretnosti, interesantan je trend koji smo uočili kod Francuske i Holandije. Francuska je postepeno gubila na konkuretnosti i u intraregionalnoj trgovini i u trgovinskoj razmeni sa partnerima izvan EU. Na drugoj strani, smanjenje konkuretnosti Holandije je bilo izraženije u odnosu na trgovinske partnere izvan EU.

6. Zašto intra-regionalna trgovina značajno opada u periodu krize?

U ovom delu rada želimo da ukažemo na jedan interesantan trend u trgovini između članica EU. Kao što smo već pomenuli, nakon izbijanja globalne ekonomske krize iz 2007. godine, obim međusobne trgovine između zemalja članica EU je počeo da opada brže od obima trgovine sa trećim zemljama. Da bismo istražili uzroke ovakvog trenda, analizirali smo pet najvećih trgovaca iz Evropske unije: Nemačku, Francusku, Holandiju, Italiju i Španiju.

Otprilike 65% nemačkog suficita dolazi iz trgovinske razmene sa ostalim članicama EU. Međutim, nemački suficit je istovremeno deficit njenih trgovinskih partnera. Prema Gerieriju (2012), spoljno-trgovinski suficiti i deficiti zemalja članica EU su zapravo uzajamni odrazi u ogledalu.

Podsećanja radi, najveći trgovinski partneri Nemačke jesu Francuska, Velika Britanija, Holandija, Austrija, Italija, Belgija, Poljska, Češka Republika i Španija. Posmatrajući samo 2008. godinu, nemački suficit u trgovinskoj razmeni sa zemljama izvan EU je ostao skoro isti (pad od svega 0,1%) u odnosu na prethodnu godinu, dok je suficit u razmeni sa ostalim članicama EU opao za 13,2% i to, pre svega, zbog smanjenja izvoza! Godina 2009-a pokazuje još izraženiji pad nemačkog suficita u intraregionalnoj trgovini. Tako je pad ukupnog trgovinskog suficita iznosio 21,8% u 2008. godini. Pad suficita u intraregionalnoj trgovini bio je izraženiji i iznosio 34,7%, dok je pad suficita u trgovini sa zemljama izvan EU iznosio 0,8%. U toku 2010. godine, koja se inače smatra godinom oporavka globalne ekonomije, nemački trgovinski suficit porastao je za 10,9% u odnosu na prethodnu godinu. Međutim, rast suficita uglavnom je bio rezultat rasta suficita u razmeni sa zemljama izvan EU (28,2%), pre svega sa Kinom i drugim rastućim tržištima, dok je suficit u razmeni sa ostalim članicama EU nastavio da opada (5,3%). Isti trend je bio prisutan i u naredne dve godine. Važno je naglasiti da je udeo suficita ostvarenog u intraregionalnoj trgovini, u ukupnom suficitu Nemačke, opao sa 65% koliko je iznosio 2007. godine na 26% u 2012. godini!

Kontinuirani pad nemačkog suficita u trgovinskoj razmeni sa evropskim partnerima direktno odlikava zakasneli oporavak Evropske unije nakon globalne krize, koju je ubrzo pogodila i sopstvena kriza.

Suprotno Nemačkoj, u poslednjih deset godina, Francuska beleži stalni spoljno-trgovinski deficit, a njegov najveći deo čini deficit u razmeni sa evropskim partnerima. Iako je Francuska tokom 2009, 2010. i 2012. godine bila suficitna u razmeni sa zemljama izvan EU, kontinuirani porast trgovinskog deficita u intra-regionalnoj trgovini čini ovu zemlju deficitnom. Holandija je zemlja sa kontinuiranim rastom suficita u poslednjih deset godina. Međutim, holandski suficit uglavnom potiče iz intraregionalne trgovine, dok u razmeni sa zemljama izvan EU Holandija ostvaruje deficit.

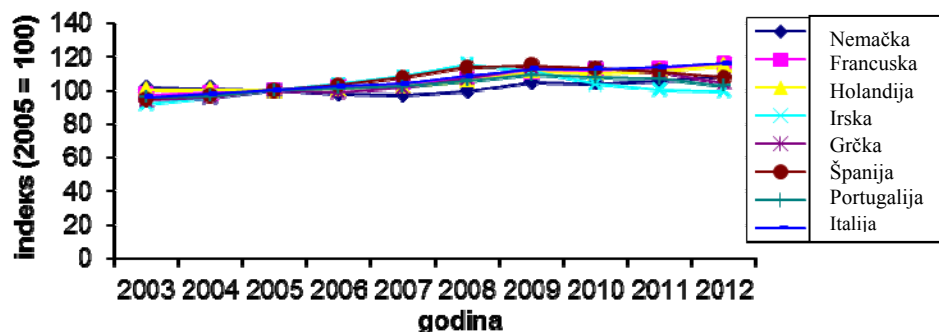
Italija je zemlja čiji spoljno-trgovinski deficit uglavnom dolazi iz trgovinske razmene sa partnerima izvan EU. Što se tiče intraregionalne trgovine, do 2008. godine Italija je beležila suficit, da bi nakon toga bilans Italije u trgovini sa partnerima iz EU postao negativan. Španija je jedna od zemalja sa najvećim trgovinskim deficitom, koji istovremeno dolazi i iz razmene sa evropskim partnerima i iz razmene sa zemljama izvan EU. Bitno je međutim istaći, da je u periodu od 2008. do 2012. godine, Španija smanjila trgovinski deficit u intraregionalnoj trgovini.

Na osnovu navedenih podataka može se zaključiti da je Nemačka jedina članica EU koja je očuvala kontinuirani trgovinski suficit u ukupnoj spoljnotrgovinskoj razmeni.

Prema Kejnsovoj opštoj teoriji, produktivnost i devizni kurs su ključni faktori konkurentnosti. Iako bi se na prvi pogled moglo zaključiti da je uvođenje evra uglavnom služilo povećanju nemačkog trgovinskog suficita, ova problematika zahteva dodatne odgovore. Ako je uvođenje zajedničke valute imalo pozitivan uticaj na rast nemačkog trgovinskog suficita, kako je onda Nemačka uspjela da suficit održava iz godine u godinu? Zašto zemlje EU sa kontinuiranim deficitom u intraregionalnoj trgovini nisu bile u stanju da ovaj deficit kompenzuju putem suficita u trgovinskoj razmeni sa zemljama izvan EU? Postoje mišljenja da su zemlje periferije izgubile svoju konkurentnost zahvaljujući apresijaciji evra.

Kada je reč o intraregionalnoj trgovini, ukoliko države imaju zajedničku valutu, jedina preostala mera konkurentnosti može biti produktivnost. Tako, čak iako pretpostavimo da se jedan deo Nemačke konkurentnosti može pripisati zajedničkoj valuti, neosporno je da Nemačka poseduje i realnu konkurentnost koja se naročito ogleda u činjenici da Nemačka ostvaruje suficit u razmeni i sa trećim zemljama i sa zemljama iz EU.

Slika 6. Jedinica nominalne cene rada.



Izvor: Kalkulacije autora

Bibo (2012) je istakao da je Nemačka imala značajnu ulogu u izgradnji intraregionalne neravnoteže u EU. Ovaj autor podseća da je, značaj trenda relativnih zarada i produktivnosti unutar monetarne unije najlakše razumeti sa stanovišta Mandelove teorije optimalne valutne zone. Fokusirajući se na asimetrične šokove, prema ovoj teoriji, tržišnim mehanizmima i/ili adekvatnom ekonomskom politikom može se ponovo uspostaviti ravnoteža. Bibo ističe da je ironično to što je Nemačka odstupila od tradicionalnih normi stabilnosti definisanih ugovorom iz Mاستrihta, što može imati fatalne posledice po zajedničku valutu.

Slika 6 sadrži podatke o nominalnoj ceni jedinice rada koja se evidentno razlikuje se između zemalja EU.

Na slici 7 prikazana je stopa inflacije koja se takođe razlikuje između zemalja članica EU i gotovo u svim zemljama odstupa od zajednički targetirane stope inflacije.

Slika 7. Stopa inflacije.



Izvor: Kalkulacije autora

Nemačka je u godinama koje su prethodile krizi imala nisku stopu inflacije, ali je njeno odstupanje od ciljane stope inflacije bilo manje u poređenju sa drugim zemljama EU (slika br. 7). Holandija je u posmatranom periodu imala čak i nižu stopu inflacije, a ni Francuska nije bila daleko od ovih vrednosti. Ako pogledamo zemlje periferije, one takođe odstupaju od ciljane stope inflacije, ali u mnogo višem procentu i u suprotnom smeru u odnosu na zemlje kreditora.

Što se tiče neujednačenosti nivoa zarada unutar evrozone, ona se može objasniti sledećim faktorima: prvo, mnoge članice evrozone imale su porast zarada koji nije bio baziran na rastu produktivnosti. Na drugoj strani, smanjenje zarada u Nemačkoj je uglavnom povezano sa tzv. Programom reformi iz 2010. godine. Koordinacijom Vlade, poslodavaca i radničkih sindikata došlo se do konsenzusa o smanjenju zarada. Kombinacija nižih ličnih primanja, sa manjim izdvajanjima za osiguranje nezaposlenih, pozitivno se odrazila na prihvatanje manje plaćenih poslova. Dodatno, jedan deo proizvodnje je eksternalizovan (outsorsed), što je doprinelo trendu nižih zarada u Nemačkoj.

Nemački ekonomski model, koji se često naziva i modelom ekonomskog uspeha, nije usmeren protiv evropskih partnera, već se zasniva na stabilizacionoj ekonomskoj politici. Ipak, ovaj model uključuje dva bitna elementa koji nisu naročito povoljni iz ugla ekonomske i regionalne integracije: nižu domaću tražnju i investicije koje su prvenstveno usmerene ka sigurnoj zoni.

Kako je Blankart (2012) objasnio, između režima inflacije i režima stabilnosti, Nemačka se opredelila za ovaj drugi. Nakon što je uspostavljena monetarna unija, Pakt o Stabilnosti i rastu sve se manje poštovao, a utvrđena pravila su dodatno omekšana i prećutnom tolerancijom prema mediteranskim zemljama. Ove zemlje su tako zadržale inflacione ekonomske režime pa su, umesto da rade na poboljšanju konkurentnosti, postepeno akumulirale javni dug do nivoa koji više nije održiv.

7. Target 2 kao još jedan pokazatelj unutrašnje neravnoteže u EU

Prema definiciji Evropske centralne banke, TARGET-2 je sistem bruto plaćanja u realnom vremenu (real-time gross settlement - RTGS) kojim upravlja evro sistem. TARGET je skraćenica za *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* (Elektronski platni sistem bruto plaćanja u realnom vremenu u zoni evra).

Kako je objasnio Jobst sa grupom autora (2012), TARGET-2 uključuje dve banke i/ili dve centralne banke. Svaka komercijalna banka je prijavljena kod svoje centralne banke u okviru evrosistema (ukupno 18 centralnih banaka uključujući i Evropsku centralnu banku). Svaki transfer sredstava predstavlja potraživanje jedne banke i istovremeno obavezu druge banke. Pošto se transfer sredstava odvija između računa dve centralne banke, banka koja registruje obavezu mora imati sredstva na svom tekućem računu kod domaće centralne banke, ili pozajmiti sredstva u formi obezbeđenog dozvoljenog minusa, shodno pravilima.

Zin (2012) tvrdi da je TARGET-2 doprineo održavanju i prolongiranju strukturnog deficita tekućeg računa platnog bilansa perifernih zemalja. Prema ovom autoru, neravnoteža unutar EU je postala sve izraženija a ogleda se u značajnom deficitu zemalja periferije i akumuliranom suficitu platnog bilansa Nemačke. Zin dalje objašnjava da, od trenutka izbivanja krize u evrozoni, periferne zemlje nisu više bile u stanju da se zadužuju na tržištu, pa im sada dodatna sredstva obezbeđuju njihove centralne banke putem nove emisije novca. Na taj način se novac preliva između zemalja EU kao privatno pozajmljen novac pre krize. Konačno, kroz Target kredite koje su periferne zemlje izvukle iz evrosistema, druge evropske zemlje, a pre svega Nemačka, bile su primorane da im ove kredite i obezbede.

Iako je Zin otvorio ozbiljnu akademsku raspravu u Nemačkoj, skeptični smo u vezi njegovih argumenata da je TARGET-2 izvor dodatne neravnoteže unutar EU. Međutim, neosporna je činjenica da TARGET-2 na izvestan način odslikava postojanje neravnoteže u EU.

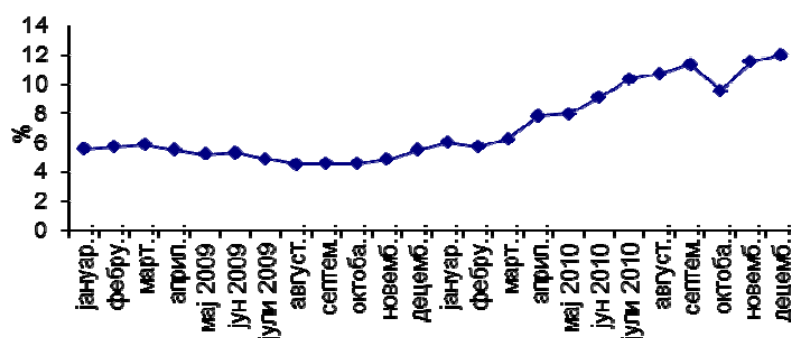
8. Veza između dužničke i bankarske krize

Prema nekim autorima evropska dužnička kriza je usko povezana sa bankarskom krizom, što se može podvesti pod teoriju tzv. "kriza blizakinja". Ova teorija nije nova u literaturi. Kaminski i Reinhart (1999) su prezentovali jedan od najranijih radova koji tretiraju ovu problematiku. Snažna veza između bankarske krize i krize suverenog duga prezentovana je i u radu Reinharta i Rogofa (2010). Prema dvojici poslednjih autora, rast privatnog duga obično prethodi bankarskoj krizi, a vlade dodatno doprinose rastu zaduženosti. Oni su istakli da, u periodu pre dužničke krize, dolazi do značajnog porasta javnog duga usled tzv. "skrivenih dugova" koji značajno prevazilaze dokumentovani nivo spoljnog duga.

Blundel-Vignal i Slovik (2011) su indentifikovali evropsku krizu kao spoj bankarske krize i krize suverenog duga. Prinosi na obveznice sa kojima su se suočile Grčka i Irska, a kasnije i Portugalija i Španija, govore u prilog tome. I dok su problemi u Grčkoj i Portugaliji fiskalne prirode, pokretač dužničke krize u Irskoj i Španiji bili su problemi u bankarskom sektoru koji su povezani sa pucanjem balona cena na tržištu nekretnina.

Nakon objavljivanja revidiranog grčkog budžetskog deficita za 2009. godinu i obaranja grčkog kreditnog rejtinga od strane međunarodnih rejting agencija, investitori su postali veoma uznemireni. Tržište je tako kaznilo Grčku povećanjem kamatnih stopa na dodatno zaduživanje. Kako podaci prikazani na slici 8 pokazuju, prinos na grčke obveznice je znatno porastao kao posledica smanjenog poverenja investitora u grčku ekonomiju.

Slika 8. Prinos na grčke državne obveznice sa rokom dospeća od 10 godina.



Izvor: Kalkulacije autora

Ovde je važno napomenuti da su makroekonomski pokazatelji Grčke bili poznati javnosti mnogo pre nego što su tržišta počela da reaguju. Zašto tržište nije ranije reagovalo? Pojedini autori smatraju da su međunarodne rejting agencije reagovalе kasno. Dodatno pitanje koje se ovde postavlja jeste i zašto bi

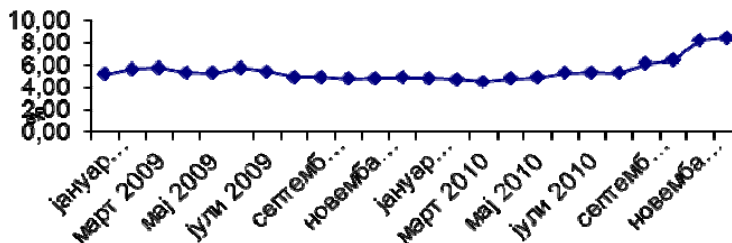
neko nastavio da investira u obveznice država čija je kreditna sposobnost značajno pogoršana?

Sa našeg gledišta, ovde je potrebno ukazati na sledećih nekoliko činjenica. Prvo, međunarodna bankarska regulativa, poznata kao Bazel, tretira državne obveznice kao investicije sa nultim rizikom. Sve dok određeno ulaganje pri nultom riziku donosi visok prinos, investitori vođeni profitom će svoje investicije usmeravati u tom pravcu. Drugo, koji procenat investitora koristi fundamentalnu analizu prilikom racionalnog odlučivanja o investiranju? Treće, koliko se ozbiljno pristupa kvantifikaciji suverenog rizika u savremenom upravljanju rizicima? Ova problematika takođe otvara teren za buduća istraživanja.

Poslednji i možda najvažniji problem EU leži u samom temelju monetarne unije. Ako evropska monetarna unija ima jednu valutu i ako monetarna politika nije više u rukama nacionalnih centralnih banaka, da li izdavanje državnih obveznica od strane zemalja članica i dalje ima smisla?

Mandel (2012), koji se smatra tvorcem evra, ukazao je da evropska monetarna unija sadrži dva suštinska defekta: na jednoj strani, postoji 17 bankarskih sistema u evrozoni, a na drugoj strani 17 zemalja raspolaže sopstvenim trezorom zapisa i obveznica (mišljenje iz finansijske pošte 2012).

Slika 9. Prinos na irske državne obveznice sa rokom dospeća od 10 godina.



Izvor: Kalkulacije autora na osnovu statistike Eurostata

Suprotno Grčkoj, Irska je iskusila čistu bankarsku krizu koja je dodatno bila uslovljena globalnom krizom iz 2007. godine. Kako smo ranije pokazali, među zemljama periferije, Irska je jedina ostvarivala spoljno-trgovinski suficit u godinama pre izbijanja krize. Pozitivno ekonomsko okruženje u Irskoj je u ranijem periodu privlačilo investitore a njeno članstvo u evrozoni je dodatno doprinelo lakom pristupu jeftinom stranom kapitalu. Međutim, iako je Irska u godinama pre krize povećavala zaposlenost, ekonomsku aktivnost i životni standard, ekonomski rast je bio baziran na inflacionom modelu. Tako je rastući trend inflacije i zarada vodio padu irske konkurentnosti, pa je tako počeo da opada i njen spoljno-trgovinski suficit. Na drugoj strani su hipotekarni krediti i

investicije u nekretnine beležili rastući trend, zajedno sa potrošačkim i drugim tipovima kredita. Sa globalnom ekonomskom krizom iz 2007. godine, došlo je do pucanja balona cena na tržištu nekretnina u Irskoj, što je dovelo do značajnih gubitka u bankarskom sektoru i problema sa likvidnošću. Cena spasavanja bankarskog sistema je bila previsoka, što je dalje vodilo porastu javnog duga. Finansijsko tržište je i ovog puta reagovalo putem povećanja kamatnih stopa na državne obveznice, kao što je prikazano na slici br. 9.

Prema ranije prezentovanoj statistici Banke za međunarodna poravnanja, najveći kreditori irskog duga bile su evropske zemlje. Osim Grčke i Irske, finansijska tržišta su uvidela nadolazeću krizu i u Španiji i Portugaliji, pa su investitori reagovali u istom maniru. Shodno tome, kamatne stope na državne obveznice Portugalije, Španije i Italije počele su da rastu čineći dodatno zaduživanje skupljim.

Blundel-Vignal i Slovik (2011) objašnjavaju da su, u periodu pre krize, kanali za širenje krize bili veoma uski, ali kada je došlo do naglog rasta budžetskih deficita, rizik od restrukturiranja dugova i pitanje likvidnosti izbili su u prvi plan. Prema ovim autorima, kada dođe do pogoršanja ekonomskih performansi, tržišni učesnici pišu sopstvene scenarije o mogućem bankrotu.

Bankarska kriza i dužnička kriza su povezane na različite načine. Iako bankarska kriza obično prethodi krizi suverenog duga, moguća je i obrnuta situacija. Čak i kada je bankarski sistem u jednoj zemlji relativno zdrav, kriza suverenog duga može izazvati krizu i u bankarskom sistemu.

Na kraju, iako smo pokazali da se kriza u evrozoni najvećim delom bazira na ekonomskim fundamentima, panika na finansijskim tržištima je imala dodatni uticaj na produbljivanje krize. Kvantifikacija ovog uticaja mogla bi biti predmet nekog budućeg istraživanja.

9. Na koji način je zajednička valuta doprinela evropskoj krizi?

Uvođenje evra je svojevremeno promovisano kao ključni faktor dalje finansijske i ekonomske integracije zemalja članica EU. Dobrobit koju EU ima od zajedničke valute je prilično obrađena u ekonomskoj i finansijskoj literaturi. Međutim, sa krizom u evrozoni, počela su preispitivanja zajedničke valute sa stanovišta njenih nedostataka. Postoji nekoliko bitnih činjenica na koje želimo da ukažemo u ovom delu rada.

Uvođenje evra direktno je eliminisalo valutni rizik i transakcione troškove, što je imalo pozitivan uticaj na trgovinsku i finansijsku integraciju u okviru EU. Indirektno, usled pozitivne percepcije investitora u pogledu članstva određene zemlje u evrozoni, uvođenje zajedničke valute doprinelo je potcenjivanju kreditnog rizika koji se bazira na ekonomskim fundamentima. Jača finansijska integracija imala je za posledicu i konvergenciju cena finansijskih aktiva i

snižavanja kamatne stope. Ovo je dalje vodilo intenzivnijem kretanju kapitala i sve većem zaduživanju zemalja sa nedovoljnom kreditnom sposobnošću. Članstvo u monetarnoj uniji je, dakle, omogućilo lakši pristup jeftinim kreditima za zemlje sa slabim makroekonomskim pokazateljima i niskim otplatnim kapacitetom. Konačno, korišćenje jeftinih kredita za potrebe potrošnje, nužno je vodilo ka prekomernoj zaduženosti i bankrotstvu nekih zemalja.

Na drugoj strani, dodatni prilivi stranog kapitala uticali su i na rast realnih zarada, rast inflacije i pogoršanje tekućeg računa platnog bilansa, što se na kraju odrazilo i na pogoršanje konkurentnosti prezaduženih zemalja.

Specifičnost krize u evrozoni jeste u tome što se i države kreditori i države dužnici nalaze unutar evrozone, što ovaj region čini osetljivijim na šokove usled izraženijeg *contagio* efekta.

Uvođenje evra je nesumnjivo imalo pozitivan uticaj na integraciju evropskih zemalja, ali snažna integracija zahteva i visok nivo kontrole na zajedničkom i nacionalnom nivou. Iako se sam evro ne može smatrati jedinim uzrokom krize u evrozoni, postoje snažni argumenti da su se vremenom prednosti zajedničke valute pretvorile u njene slabosti. Ovo se naročito ogleda u pomenutom potcenjivanju kreditnog rizika i nedovoljnoj superviziji na nacionalnom i zajedničkom nivou.

10. Zaključak

Kriza koja je zahvatila Evropsku uniju krajem 2009. godine u sebi sadrži elemente dužničke krize, bankarske krize i platno-bilansne krize. Multiplikacija krize predstavlja pretnju ne samo za rast i konkurentnost, već i za opstanak zajedničke valute. Evropski zvaničnici su prepoznali da je radi prevazilaženja krize neophodno postizanje sporazuma i održanje zajedništva, što je dalje vodilo ka spašavanju zemalja zahvaćenih krizom.

Uzroci krize se razlikuju u pojedinim zemljama evro zone. Kriza u Grčkoj je prvenstveno posledica finansiranja platno-bilansnog i budžetskog deficita putem zaduživanja u inostranstvu. U dugogodišnjem periodu pre krize, Grčka je akumulirala deficit platnog bilansa, trgovinski deficit i zaduženost, paralelno sa lošim ekonomskim performansama. Pored deficita tekućeg računa platnog bilansa od 13,6% BDP-a u 2009. godini i visokog trgovinskog deficita od 18,6% BDP-a, budžetski deficit dostigao je 15,6% BDP-a. U toku iste godine, grčka neto investiciona pozicija bila je negativna i iznosila 89,6% BDP-a, dok je bruto javni dug porastao na 129,7% BDP-a. Grčka je tako ozbiljno narušila zajednička pravila monetarne unije. Međunarodne rejting agencije su ubrzo oborile rejting Grčke a finansijska tržišta izrazila su gubitak poverenja u grčku ekonomiju, što je dovelo do povećanja kamatnih stopa za nove kredite. Prinos na grčke obveznice sa rokom dospeća od 10 godina se tako povećao sa samo 5,49% koliko je iznosio u decembru 2009. godine, na 12,1% u decembru 2010. godine.

Imajući u vidu da su evropske banke najveći kreditori grčkog suverenog duga, odmah je porasla i zabrinutost za solventnost bankarskog sistema u Evropi. Ovakva situacija je uticala na evropske lidere da pribegnu merama finansijske podrške pa su ubrzo formirani Evropski stabilizacioni fond i Evropski stabilizacioni mehanizam. Istovremeno su se vlade usredsredile na sprovođenje strogih mera štednje.

Za razliku od Grčke, Irsku je najpre pogodila bankarska kriza kao rezultat kreditnog sloma na tržištu nekretnina i pada cena imovine. Dok je izvor dužničke krize u Grčkoj vezan za finansiranje platno-bilansnog deficita i budžetskog deficita putem zaduživanja, dužnička kriza u Irskoj rezultat je spašavanja nesolventnog bankarskog sektora od strane države. Podrška bankarskom sektoru je imala negativne posledice na javni dug Irske koji je porastao do nivoa od 30,8% BDP-a 2010. godine, dok je samo tri godine ranije bio na nivou od svega 0.1% BDP-a.

Nakon što je postalo jasno da je kriza ozbiljno zahvatila Grčku i Irsku, tržište je odmah počelo da istražuje slučaj Portugalije, Španije i Italije, imajući u vidu da su ove zemlje takođe imale nepovoljne makro-ekonomske pokazatelje. Budžetski deficit Portugalije iznosio je 9,7% BDP-a 2010. godine, dok je budžetski deficit Španije bio na sličnom nivou (9,8% BDP-a). Iako je Italija imala nešto povoljniji nivo budžetskog deficita (4,5% BDP-a), ova zemlja je imala znatni nivo javnog duga od 119% BDP-a, što je posle Grčke, najveći javni dug u EU.

U ovom radu analizirali smo širok set podataka za dve grupe zemalja: zemlje periferije i zemlje kreditore. Koristeći najrelevantnije informacije i statistike došli smo do sledećih zaključaka.

Prvo, evropska kriza najbolje korespondira sa teorijom kriza blizakinja. Na jednoj strani, dužnička kriza rezultat je platno-bilansnih problema u nekoliko država. Na drugoj strani, dužnička kriza je u nekim zemljama usko povezana sa tipičnom bankarskom krizom.

Drugo, jedan od glavnih problema EU jeste postojanje ozbiljne neravnoteže unutar same unije. Imajući u vidu da se međusobna povezanost država članica Evropske unije ogleda u trgovinskoj i finansijskoj integraciji, tokovi kapitala bili su intenzivniji od trgovinskih tokova. Da bi potkrepili ovaj zaključak, podsetićemo da su najveći kreditori duga perifernih zemalja upravo zemlje iz EU. Dalje, države kreditori radije su investirale u periferne zemlje putem kredita i porfolio investicija, nego putem stranih stranih direktnih investicija.

Treće, unutrašnja neravnoteža u EU delimično je rezultat neusklađenosti realnih deviznih kurseva između zemalja članica. Periferne zemlje koje su ranijih godina bazirale svoje ekonomije na inflacionom modelu (trend povećanja zarada koji nije zasnovan na povećanju produktivnosti), izgubile su na konkurentnosti.

Ovaj zaključak je baziran na činjenici da se realne zarade ozbiljno razlikuju između zemalja članica EU, kao i stopa inflacije i nivo produktivnosti.

Četvrto, EU nije obezbedila uslove optimalne valutne zone niti u pogledu sprečavanja da trend nacionalnih zarada postane izvor unutrašnjih šokova, niti u pogledu obezbeđenja dovoljne mobilnosti koja bi služila kao mera usklađivanja u uslovima kada interne devalvacije nisu moguće. Ovaj zaključak izveden je polazeći od Teorije optimalne valutne zone Roberta Mandela.

Peto, iako je uvođenje zajedničke valute imalo pozitivne efekte na finansijsku i ekonomsku integraciju unutar evrozone, neke od glavnih prednosti evra su se vremenom pretvorile u nedostatke. Ovde želimo da istaknemo činjenicu da je članstvo u evrozoni uticalo na potcenjivanje kreditnog rizika od strane investitora u procesu kreditiranja država sa nedovoljnom kreditnom sposobnošću. Na taj način je zajednička valuta imala indirektan uticaj na krizu u evro zoni.

Važno je naglasiti da će neravnoteža u intraregionalnoj trgovini uvek postojati, jer suficit jedne zemlje predstavlja, u isto vreme, deficit druge zemlje. Međutim, ukoliko jedna zemlja beleži kontinuirani deficit i u trgovini sa zemljama unutar EU i u trgovini sa zemljama izvan EU, to znači da je njena ukupna konkurentnost ozbiljno narušena. Smanjena konkurentnost zemalja članica može imati efekat i na konkurentnost Evropske unije kao celine.

Ovde se, međutim, ne preporučuje da države periferije EU trebaju biti prepuštene same sebi u rešavanju problema, imajući u vidu nedovoljnost njihovih sopstvenih kapaciteta i ograničenost usled gubitka kontrole nad monetarnom politikom.

Na kraju želimo da sugerišemo da mere za prevazilaženje krize moraju biti dobro koordinisane između zemalja članica. Iz našeg ugla, slučaju krize u EU ne postoji ni dilema niti trilema. Svesni značaja koji evro ima za čitavu EU, evropski zvaničnici su sada zajednički orijentisani ka praćenju i korekciji postojećih neravnoteža. Kreiranje Procedura za otklanjanje neravnoteže u EU ukazuje na spremnost i zemalja periferije i zemalja kreditora da simultano deluju u procesu smanjenja interne neravnoteže u uniji.

Na kraju bismo podsetili na optimizam koji je Robert Mandel iskazao 2012. godine, ističući da je evro tu da bi ostao jer je on stega koja Evropu drži na okupu. Prema rečima ovog nobelovca, nikada ranije nije postojala monetarna unija koja je pokrivala tako veliki deo svetske ekonomije i koja je je porasla tako brzo i uspešno za samo deceniju i po. Tako, ukoliko postoji problem zajedničke valute, onda se on sastoji u tome što je evro bio previše jaka valuta. (Blumberg 2012).

Priznanje autora

Ovaj članak je bio prethodno prihvaćen i prezentovan 20. septembra 2013. godine na međunarodnoj konferenciji "Konkurentnost firmi, industrija i zemalja - uzroci i posledice evropske krize" u organizaciji EACES-a i Ekonomskog Fakulteta u Beogradu.

Literatura

- Avdjiev, S., C. Upper, and N. Vause (2011) "Highlights of the BIS international statistics", *BIS Quarterly Review*, March 2011.
- Bibow, J. (2012) "The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma", Levy Economics Institute of Bard College, *Working Papers*, No. 721, 2012.
- Blundell-Wignall, A. and P. Slovik (2011) "A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis", *OECD Journal: Financial market trends*, 2: 9–36.
- De Grauwe, P. (2011) "Crisis in the Eurozone and how to deal it", *Working paper*, No. 204, Centre for European Policy Studies, February 2010.
- De Grauwe, P. (2012) "In search of the symmetry in Eurozone", CEPS *Working Papers*, No. 6901, Centre for European Policy Studies, May 2012.
- ECB, J. (2013), "Intra-euro area trade linkages and external adjustment", *ECB Monthly bulletin*, 1: 59–74.
- Featherstone, K. (2011) "The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Falling State in a Skewed Regime", *Journal of Common Market Studies*, 49 (2): 193–217.
- Guerrieri, P. (2012) "Intra-European Imbalances: the Need for a Positive-sum-game Approach", IE BP *Working Paper*, No. 2012/03, The Royal Institute of International Affairs, Chatham House, December 2012.
- Jobst, C., M. Handig, and R. Holzfeind (2012) "Understanding TARGET 2: The Eurosystem's Euro Payment System from an Economic and Balance Sheet Perspective", *OeNB Monetary Policy & the Economy*, 12 (1): 81–91.
- Kaminski, G. L., and C. M. Reinhart (1999) "The twin crisis: The causing of banking and Balance of Payment Problems", *The American Economic Review*, 89 (3): 473–500.
- Mongelli, F. P. (2013) "The mutating euro area crisis: is the balance between" sceptics" and" advocates" shifting?", *Working paper*, No. 144, Occasional Paper Series, European Central Bank, February 2013.
- Mundell, R. A. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, 51 (4): 657–665.
- Mundell R. A. (2012) "Euro is here to stay", *Financial Post*. Available at <http://opinion.financialpost.com/2012/06/08/robert-mundell-euro-is-here-to-stay/>. Accessed 08/05/13
- Mundell R. A. (2012), "The euro will survive the economic upheaval in Europe and defy critics", *Financial Post*. Available at <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-09/nobel-winner-mundell-sees-euro-survival-financial-post-reports.html>. Accessed 08/05/13
- Muyer, T. (2011) "Euroland's hidden balance of payment crisis", Deutsche Bank Research, Report on European integration, EU Monitor 88, October 2011.
- Rane, L. P. (2012) "The European sovereign debt crisis", *Journal of Economic Perspectives*, 26: 49–68.
- Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff (2010) "From Financial Crash to Debt Crisis", Working Paper Series, No. w15795, National Bureau of Economic Research, March 2010.
- Sinn, H. W. (2012) "The European Balance of Payment Crisis: An introduction", in CESifo Forum (eds.), *CESifo Forum (Vol. 13, No. Special Issue, January 2012)*, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich, pp. 03–10.

- Todorovic, M. and J. Bogdanovic (2011) "The European Union debt crisis and the Eurozone's survival", *Facta Universitatis, Series: Economics and Organisation*, 8 (2): 165–180.
- Whelan, K. (forthcoming) "Ireland's Economic Crisis: The Good, The Bad and the Ugly", *Journal of Macroeconomics*, Elsevier, In Press.

EU CRISES MULTIPLIER - FROM ONE CRISIS TO ANOTHER

Abstract: Since the wide spreading of the European Union (EU) crisis begun, the research papers have been providing different definitions such as currency crisis, competitiveness crisis, banking crisis, balance of payment crisis, but the most frequent notion of EU crises is the sovereign debt crisis. In this paper, the researchers agree that the current European crisis can be identified as sovereign debt crises at its surface, but in order to search for solutions of EU problems, we must look deeper into the sources of this crisis. Through this paper, the multiplication of crisis is explained, whereby it is being concluded that one type of crisis led to another, while staying on the point that the Eurozone current crisis is basically a combination of two core crisis: balance of payment crisis and banking crisis. In order to support the hypothesis that sovereign debt crisis is deeply connected with balance of payment crisis, we have analysed the trade and capital flows of European countries. It was discovered that periphery countries mostly financed their current account deficit, trade deficits and public deficit through external borrowing from creditor countries. Further, the periphery countries have been cumulating not only trade deficit in trade activity with other European partners, but also in trade with the rest of the world. The key source of imbalances between the European countries seems to be a different level of competitiveness caused by different level of productivity. As the second face of EU crises, we recognised a banking crisis. We found that sovereign debt crisis and banking crisis are interconnected but banking crisis usually precedes the debt crisis. With the fast growth of international capital flows, financial integration was strongly regionally concentrated and became especially important within the EU. Through the analysis of the international investment position of creditor countries, it was concluded that these countries are more integrated within the euro area through financial flows than through real economic flows. Additionally, it was discovered that creditor countries' banks were among the biggest investors in bonds of periphery countries such as Greece. In other periphery countries such as Ireland, banking crisis and subsequent measures for the rescuing of banking system led to the increase of public debt. In the other countries, banks were faced with solvency problems due to bad debt holdings. Having in mind that we found interconnection of the debt crisis with balance of payment crisis on the one side, and with the banking crisis on the other side, the conclusion is that sovereign debt crisis in the Eurozone is a result of two-core crisis: balance of payment crisis and bank crisis. Reckoning on the European Union history where each crisis usually led to the stronger integration, maybe the current crisis is a step further towards better and deeper integration.

Key words: balance-of-payments crisis, banking crisis, competitiveness, productivity, intra-trade, sovereign debt crisis, PIIGS.

Prilog

Prilog 1. Inostrana ekspozicija

Foreign exposures to Greece, Ireland, Portugal and Spain, by bank nationality											
End-Q3 2010; in billions of US dollars											
		Bank nationality									
Exposures to	Type of exposure	DE	ES	FR	IT	OEA	GB	JP	US	ROW	Total
Greece	Public sector	26.3	0.6	19.8	2.6	15.7	3.2	0.5	1.8	1.5	72.0
	+ Banks	3.9	0.0	1.4	0.3	1.3	4.3	0.5	0.5	1.3	13.6
	+ Non-bank private	10.1	0.5	42.1	1.9	13.3	7.5	0.9	4.7	4.2	85.0
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
	= Foreign claims	40.3	1.1	63.3	4.7	30.4	15.1	1.9	6.9	7.1	170.7
	+ Other exposures	29.2	0.4	28.7	1.7	3.1	5.3	0.1	36.2	2.4	107.2
	= Total exposures	69.4	1.5	92.0	6.5	33.5	20.4	2.0	43.1	9.5	277.9
Ireland	Public sector	3.4	0.3	6.6	0.8	3.7	6.6	1.5	1.5	0.7	25.1
	+ Banks	57.8	3.3	16.8	3.3	7.3	37.4	1.8	17.9	10.6	156.3
	+ Non-bank private	92.8	9.4	21.2	10.9	47.4	116.1	17.7	40.3	25.0	381.0
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.8	1.3
	= Foreign claims	154.1	13.0	44.7	15.3	58.6	160.2	21.0	59.7	37.1	563.7
	+ Other exposures	54.3	4.5	33.4	9.1	8.6	64.4	1.5	54.2	20.2	250.1
	= Total exposures	208.3	17.5	78.1	24.4	67.2	224.6	22.5	113.9	57.3	813.7
Portugal	Public sector	8.4	8.8	16.1	0.9	7.8	2.6	1.3	1.6	1.5	49.0
	+ Banks	18.1	6.1	6.5	2.3	4.6	6.2	0.3	1.4	0.9	46.2
	+ Non-bank private	13.6	70.3	14.8	1.5	7.5	16.5	0.8	1.5	1.8	128.3
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	= Foreign claims	40.0	85.2	37.4	4.7	19.8	25.3	2.4	4.5	4.2	223.5
	+ Other exposures	8.5	23.4	8.1	3.2	2.1	8.5	0.4	42.6	1.5	98.3
	= Total exposures	48.5	108.6	45.6	7.9	22.0	33.7	2.8	47.1	5.8	321.8
Spain	Public sector	29.4	.	46.0	3.3	16.9	10.0	9.7	4.7	3.0	123.0
	+ Banks	85.8	.	55.8	9.0	49.1	34.0	4.5	20.6	11.0	269.7
	+ Non-bank private	85.7	.	81.3	16.2	98.5	72.4	10.2	26.3	14.7	405.3
	+ Unallocated sector	0.0	.	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4
	= Foreign claims	200.9	.	183.1	28.7	164.6	116.3	24.4	51.6	28.9	798.5
	+ Other exposures	41.4	.	41.6	13.1	15.0	36.1	4.8	136.0	12.4	300.3
	= Total exposures	242.4	.	224.7	41.8	179.6	152.4	29.2	187.5	41.3	1098.8

DE = Germany; ES = Spain; FR = France; IT = Italy; OEA = other euro area; GB = United Kingdom; JP = Japan; US = United States; ROW = rest of the world.

Source: BIS consolidated banking statistics (ultimate risk basis). BIS Quarterly Review, March 2011