

*Ивана В. Пешић\**

## КАД ПРЕДНОСТИ ПОСТАНУ НЕДОСТАЦИ: ПРИМЕР ЗАЈЕДНИЧКЕ ВАЛУТЕ – ЕВРА

### Сажетак

*У раду се анализира утицај заједничке валуте – евра на кризу Европске монетарне уније. Имајући у виду да се комплексност кризе у евро зони огледа у узајамном прожимању више облика криза, неопходно је сагледати и њихове заједничке одлике са циљем да се укаже на један од најважнијих, ако не и најважнији аспект европске кризе – органску кризу самог евра. Коришћењем аналитичко-синтетичког приступа, критички су разматране раније потврђене предности увођења евра са циљем да се покаже у којој мери су те предности постале недостаци. Анализа дугорочног тренда коришћена је за адекватну интерпретацију макро-економских и финансијских индикатора, док је синтеза постојеће литературе коришћена у циљу потпоре ауторовог критичког разматрања. Увођење евра је директно и индиректно допринело конвергенцији цена финансијских актива и значајном повећању прекограничног финансирања у оквиру евро зоне. Међутим, конвергенција цена финансијских актива и позитивна перцепција инвеститора прикривала је или умањивала стварне ризике који се базирају на економским фундаментама, што је у крајњој линији имало за резултат погоршање биланса банака, тј. инвеститора, на једној страни, те*

\* Стручни сарадник за сарадњу са великим правним лицима, Еуробанк АД Београд.

западање у дужничку кризу земаља примаоца капитала, на другој страни. Такође, увођење евра имало је значајан утицај на додатно повећање економског дисбаланса између земаља чланица евро зоне. Кроз додатни раст интра-регионалне размене захваљујући заједничкој валути, неке чланице монетарне уније додатно су погоршале своју платно-билансну позицију. Наиме, повећани прекогранични прилив капитала услед ниских каматних стопа имао је делимичан утицај на раст реалних зарада, раст инфлације и реалну апресијацију у земљама примаоцима капитала, чиме је додатно угрожена њихова платно-билансна позиција и конкурентност.

*Кључне речи:* заједничка валута, криза, евро зона, прекогранични токови капитала, финансијска интеграција.

Заједничка валута евро уведена је у оптицај са пуно оптимизма у погледу даље интеграције земаља Европске уније. Монетарна унија значила је не само следећи корак ка дубљој интеграцији њених чланица већ и историјску прекретницу у даљем развоју Европске уније. Као основна предност увођења заједничке валуте истицано је будуће побољшање економских перформанси земаља евро зоне што је у крајњој инстанци требало да води ка већој макроекономској стабилности и бољој ефикасности заједничког тржишта. Међутим, са избијањем кризе у евро зони почело је преиспитивање основних постулата Европске монетарне уније (ЕМУ), а самим тим и заједничке валуте која представља њену окосницу.

Криза евро зоне јесте комплексан феномен с обзиром да представља мултипликацију различитих криза које су у крајњој инстанци довеле до дужничке кризе појединих земаља. На једној страни, криза у Грчкој најприближније потврђује хипотезу о дугорочној неодрживости финансирања потрошње, тј. трговинског дефицита и буџетског дефицита путем екстерног задуживања. На другој страни, криза у Ирској органски кореспондира са хипотезом финансијске нестабилности и класичном банкарском кризом. Пуцање тзв. “балона цена” на хипотекарном тржишту, који је у претходном периоду настао услед експанзије јефтених хипотекарних кредита, нужно доводи до губитака у банкарском сектору и кризе финансијског система. Иако је криза најпре избила

у наизглед малој земљи попут Грчке, захваљујући *contagion* ефекту, криза се брзо проширила и на читаву ЕУ доводећи у питање опстанак саме ЕМУ и озбиљно преиспитивање даље судбине заједничке валуте.

Криза у Европској унији је у крањој инстанци ескалирала фундаментални проблем унутрашње неравнотеже у оквиру саме Уније који се огледа у значајном дисбалансу економских перформанси између земаља чланица. Полазећи од основне поставке да је криза Европске уније у основи комбинација кризе неравнотеже платног биланса и банкарске кризе, која је ескалирала у дужничку кризу, кризу конкурентности и валутну кризу, неопходан је критички осврт на потенцијалну улогу заједничке валуте у настанку кризе. Чланак ће бити подељен у две целине. У првом делу, аутор ће се осврнути на ефекте увођења заједничке валуте на финансијску интеграцију, док ће други део бити посвећен ефектима заједничке валуте на економску интеграцију. Утицај евра на финансијску интеграцију биће анализиран кроз конвергенцију цена државних обвезница и интензитет преграничних токова капитала, док ће се утицај заједничке валуте на економску интеграцију анализирати кроз интра-регионалне трговинске токове. Закључује се да је увођење евра допринело занемаривању фундаменталних ризика у процесу инвестирања и кредитирања што је резултирало у лошим финансијским пласманима и погоршању биланса банака на једној страни, док је на другој страни овакав сценарио допринео прекомерном задуживању појединих земаља. Такође, осим што прекогранични токови капитала превазилазе обим трговинских токова унутар евро зоне, интензивирање капиталних токова имало је за последицу и продубљивање разлика у конкурентности између чланица евро зоне.

### *1. Финансијска интеграција и проблеми са интра-регионалним токовима капитала*

У економској и финансијској литератури се као основни показатељи нивоа финансијске интеграције углавном наводе конвергенција цена финансијских актива и интензитет прекограничних токова капитала (*cross border capital flows*).

Увођење заједничке валуте доприноси јачању финансијске интеграције, пре свега, кроз елиминисање валутног

ризика и смањење трансакционих трошкова. Током 90-тих година прошлог века, валутни ризик био је једна од најзначајних компоненти интра-регионалног, тј. интра-ЕУ тржишног ризика, и то нарочито код дугорочних уговора.<sup>1</sup> Додатно, током 90-тих година валутни ризик био је значајан ограничавајући фактор за инвеститоре.<sup>2</sup>

Осим елиминације валутног ризика, увођење заједничке валуте доприноси јачању финансијске интеграције и кроз смањење трансакционих трошкова. Смањење трансакционих трошкова има значајну улогу у поспешивању капиталних токова јер ће, због нижих трансакционих трошкова, инвеститори радије бирати еурски деноминоване активе уместо не-еурских актива. Са елиминацијом премије за очекивани валутни ризик, уз додатно смањење трансакционих трошкова, на финансијским тржиштима долази до конвергенције цена финансијских актива. У смислу портфолио оптимизације од стране инвеститора овако уједначене активе у погледу цена и ризика могу постати лако заменљиве једна за другу. Као што је Лејн (Lane) истакао, заједничка валута утиче на изједначавање приноса еурски деноминованих актива чинећи их на тај начин субститутима.<sup>3</sup>

Осврнућемо се на анализу коју су спровели Курдасие, Николас и Филип Мартин (*Coeurdacier, Nicolas, and Philippe Martin*). Према њиховом истраживању, увођење евра је имало утицај и на трансакционе трошкове и на трошкове субституције. Они су у свом раду идентификовали два основна ефекта финансијске либерализације: унилатералну и преференцијалну либерализацију. Резултати до којих су ови аутори дошли показују да су трансакциони трошкови код инвестирања у еурске обвезнице мањи за 17%, док су ови трошкови код држања осталих еурских актива мањи за 14%. Ово смањење трошкова важи за инвеститоре који долазе из трећих земаља, тј. земаља изван евро зоне и представља ефекат унилатерал-

1 Giorgio De Santis, Gerard Bruno, Pierre Hillion, "Portfolio Choice and Currency Risk Inside and Outside the EMU", *Swedish Economic Policy Review*, no 6, 1999, pp. 87-116.

2 Jean-Pierre Danthine, Francesco Giavazzi, Ernst-Ludwig Von Thadden, "European financial markets after EMU: a first assessment", *National bureau of economic research*, no 8044, 2000.

3 Philip R. Lane, "The real effects of European monetary union", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, no 4, 2006, p. 47-66.

не финансијске либерализације. Међутим, за инвеститоре из саме евро зоне постоји и додатно смањење трансакционих трошкова од 10% до 17% код држања осталих еурских актива, док је инвестирање у еурске обвезнице јефтиније за 27% до 30%. С обзиром да се овај ефекат односи на инвеститоре из евро зоне, овакав додатни ефекат идентификован је као ефекат преференцијалне финансијске либерализације. Тако су поменути аутори израчунали да се укупан ефекат за инвеститоре у оквиру евро зоне огледа у јефтинијем држању еурских обвезница за 150%, док је уштеда код држања осталих еурски деноминираних актива око 45%.<sup>4</sup>

Прекогранично кретање капитала представља други аспект финансијске интеграције. Према Европској централној банци, интензивирање прекограничних токова капитала има неколико позитивних ефеката.<sup>5</sup> Прво, прекогранично кретање капитала омогућује поделу ризика између земаља. Друго, прилив јефтиног страног капитала позитивно утиче на инвестиције, повећање производње и економски раст. Треће, стране инвестиције позитивно утичу на раст продуктивности у земљи домаћину и кроз трансфер знања. Четврто, прекогранично кретање капитала има и индиректне синергетске ефекте који произилазе из кумулативног јачања корпоративне и финансијске дисциплине на националном и заједничком нивоу.

Увођење евра имало је директан утицај на повећање прекограничних токова капитала у оквиру евро зоне, пре свега, кроз елиминисање валутног ризика, смањење трансакционих трошкова и смањења каматних стопа, али и кроз хармонизацију политика. Бланк и Буш (*Blank and Buch*) су применом гравитационог модела у анализи међународних токова капитала потврдили да постоји значајан позитиван утицај евра на прекограничну дистрибуцију банкарских актива. Курдасие и Мартинси (*Coeurdacier and Martincy*) такође дошли до резултата да је евро имао значајан утицај на раст прекограничног финансирања у оквиру евро зоне.<sup>6</sup> Увођење

4 Nicolas Coeurdacier, Philippe Martin, "The geography of asset holdings: Evidence from Sweden", *SverigesRiksbank Working Paper Series*, No 202, 2007.

5 Euro Area cross-border financial flows, *ECB Monthly bulletin*, February 2012.

6 Blank, Sven, Claudia M., Buch, "The euro and cross-border banking: evidence from bilateral data", *Comparative Economic Studies*, vol. 49, no 3, 2007, pp. 389-

јединствене банкарске лиценце 1989. године кроз другу банкарску директиву је довело до конвергенције у финансијском законодавству и регулацији у свим земљама чланицама уније, док је са увођењем евра 1999. године обезбеђен и додатни подстицај финансијској интеграцији кроз елиминацију валутног ризика.<sup>7</sup> Осим тога, јачању финансијске интеграције допринела су и спајања, тј. мерџери и аквизиције у банкарском сектору.<sup>8</sup>

### *1.1. Конвергенција цена финансијских актива – случај државних обвезница*

С обзиром да су државне обвезнице по много чему специфичне у односу на друге финансијске активе, у литератури се сусрећу објашњења да, због постојања премије која се базира на фундаменталним ризицима, државне обвезнице не могу постати перфектни субститути у оквиру евро зоне па самим тим постоје разлике у приносима чак и код групе најквалитетнијих издаваоца обвезница услед ризика ликвидности који се при том мења у зависности од тржишне сегментације.<sup>9</sup> Додатно, финансијска интеграција као последица увођења евра има за последицу смањење простора за диверзификацију ризика.<sup>10</sup>

Међутим, увођење евра не само да је имало ефекте на конвергенцију цена државних обвезница у оквиру евро зоне, већ је та конвергенција отпочела још у годинама припрема за увођење заједничке валуте. На основу званичних статистичких података које објављује Еуростат<sup>11</sup>, каматне стопе на државне обвезнице са роком доспећа 10 година показале су знатну дивергенцију још у периоду припреме за увођења

---

410.

7 Franklin, Allen, Thorsten, Beck, Elena, Carletti, Philip R. Lane, Dirk Schoenmaker, Wolf Wagner, "Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies", *Centre for Economic Policy Research*, London, 2011, p. 2.

8 *Ibid.*

9 Jean-Pierre Danthine, Francesco Giavazzi, Ernst-Ludwig, Von Thadden, "European financial markets after EMU: a first assessment", *National bureau of economic research*, n. 8044, 2000.

10 Roberto Blanco, "Euro area government securities markets: for market functioning", *BIS Papers*, No12.

11 Eurostat Database.

евра. Тако, на пример, десет година пре увођења евра годишња камата на грчке државне обвезнице износила је 23.27%, док је 2000. године каматна стопа сведена на 6.10% са тенденцијом даљег пада у наредних пет година на рекордних 3.59% у 2005. години. Сличан тренд присутан је и код Шпаније где је, од 1993. године када је принос на државне обвезнице износио 10.21%, дошло до континуираног пада приноса у наредним годинама. Тако је 1999. године принос на шпанске државне обвезнице износио 4.73% а већ до 2005. године принос на обвезнице опао је на рекордних 3.39%. Случај Италије такође потврђује тезу о конвергенцији цена обвезница. Наиме, принос на државне обвезнице Италије је 1993. године износио 11.19%, да би у наредним годинама имао константан опадајући тренд достигавши 4.73% 1999. године, а након увођења евра принос је додатно опао достигавши ниво од 3.56% у 2005. години. У случају Португала ситуација је слична, тј. принос на државне обвезнице имао је опадајући тренд, са 9.71% колико је износио у 1993. години, принос је достигао ниво од 3.56% 1999. године, а потом рекордних 3.44% у 2005. години.

Међутим, да би се разумео укупан ефекат увођења евра на конвергенцију цена, тј. приноса на државне обвезнице, неопходно је додатно сагледати факторе који се у финансијској литератури сматрају релевантним за формирање цена обвезница: кредитни ризик, ризик ликвидности и тзв. склоност ка преузимању ризика (*risk premium*). Сваки од ових ризика носи тзв. премију за ризик која улази у коначну цену обвезница. Кредитни ризик подразумева ризик да ће земља дужник, тј. издавалац државних обвезница у одређеном тренутку доспети у стање банкрота, односно стање неспособности да исплати обавезе по издатим обвезницама. Ради квантификовања ове врсте ризика најчешће се у обзир узимају јавни дуг, буџетски дефицит и дефицит платног биланса земље издаваоца обвезница. Ризик ликвидности је други значајан елемент код формирања цена обвезница и зависи од обима понуде државних обвезница и ликвидности тржишта. Трећи фактор који утиче на висину премије државних обвезница односи се на ризик који су инвеститори спремни да прихвате. У овом делу ћемо пажњу посветити кредитном ризику који представља и основни, тј. најважнији ризик код сваког кредитирања.



Приступање монетарној унији ствара позитивну перцепцију инвеститора према земљи чланици и тиме индиректно утиче на потцењивање ризика који се базирају на економским фундаментима. Шпигел (*Spiegel*) је у својој анализи идентификовао следеће ефекте увођења заједничке валуте: ефекат на дужника који је довео до тога да се приступањем монетарној унији повећава кредитна способност дужника у очима кредитора, затим ефекат кредитора који се односи на позитивну перцепцију дужника да се задужује код кредитора из евро зоне, и на крају, двоструки ефекат који се односи на перцепцију да се приступањем монетарној унији побољшава финансијска интермедијација уколико су и дужник и кредитор из евро зоне.<sup>12</sup>

Иако државне обвезнице чланица евро зоне никада ни су постале перфектни субститути, током деценије пре кризе дошло је знатног уједначавања њихових цена. Тек у периоду непосредно пре избијања кризе финансијска тржишта почела су да перцепирају реалне ризике што је створило притисак на цене обвезница. Са екстремним погоршањем макро-економских показатеља Грчке, тржиште је реаговало кроз повећање цена додатног задуживања. Према званичној статистици Еуростат-а<sup>13</sup>, принос на грчке обвезнице је са 5.17% у 2009. години порастао на 9.09% 2010. године и рекордних 15.75% у 2011. години! Слично су инвеститори реаговали и у случају кризе у Ирској где је принос на државне обвезнице са 5.74% у 2010. години порастао на 9.60% у 2011. години. Са најавама да ће у наредном периоду финансијску помоћ можда затражити и друге земље попут Португала, Шпаније и Италије, дошло је до тржишног притиска и на цену државних обвезница ових земаља. Тако је камата на државне обвезнице Португала порасла са 5.40% колико је износила 2010. године на 10.24% у 2011. години, док је у Шпанији и Италији овај раст био слабијег интензитета. Управо овакво понашање инвеститора непосредно пре избијања грчке дужничке кризе, говори у прилог томе да су у дугогодишњем периоду пре избијања европске кризе финансијска тржишта потцењивала фундаменталне ризике појединих земаља што је имало

12 Mark M. Spiegel, "Monetary and financial integration in the EMU: push or pull?", *Review of International Economics*, 2009, vol. 17, no 4, pp. 751-776.

13 Eurostat Database.



за последицу лакше прихватање ризичнијих пласмана. Иако је у годинама пре избијања кризе била позната чињеница да неке земље нису стриктно поштовале прописане критеријуме, пре свега, у погледу буџетског дефицита и спољног дуга, инвеститори су радо преузимали кредитни ризик и инвестирали у обвезнице чак и несолвентних држава попут Грчке. На основу званичне статистике Еуростат-а<sup>14</sup>, грчки дефицит платног биланса континуирано је растао у годинама пре кризе. Примера ради, платно билансни дефицит Грчке порастао је са 6.8% бруто домаћег производа (БДП-а) колико је износио 2003. године на 13.6% БДП-а у 2009. години. Трговински дефицит Грчке имао је сличан тренд те је са 13.1% БДП-а колико је износио у 2003. години, достигао вредност од 18.9% БДП-а у 2008. години. И буџетски дефицит Грчке повећавао се на сличан начин у годинама пре кризе: са нивоа од 5.6% БДП-а у 2003. години, грчки буџетски дефицит повећан је на 9.8% у 2008. години и рекордних 15.6% у 2009. години. Осим наведених показатеља и бруто државни дуг Грчке повећавао се из године у годину у посматраном периоду. Тако је ниво државног дуга повећан са 97.4% БДП-а колико је износио у 2003. години, на 112.9% БДП-а у 2008. години.

Као што случај државних обвезница показује, стварање монетарне уније имало је осим директних и индиректне ефекте на конвергенцију цена финансијских актива. Потцењивање реалног кредитног ризика услед позитивне перцепције инвеститора у погледу приступања одређене земље у монетарној унији довело је до прекомерног инвестирања у лоше активе као што су обвезнице земаља чији економски фундаменти нису показивали довољну кредитну способност. То је у крајњој линији довело до дужничке кризе у Грчкој на једној страни, уз истовремено погоршање биланса банака у земљама инвеститора, на другој страни.

## *1.2. Прекогранично финансирање и contagion ефекат*

Елиминисање валутног ризика, смањење трансакционих трошкова и ниске каматне стопе несумњиво су имали утицај на велики интензитет прекограничног кретања капи-

14 Eurostat Database.

тала у оквиру ЕУ. Конвергенција каматних стопа услед финансијске интеграције довела је до обарања каматних стопа, пре свега, у земљама периферије. У периоду од 1990-1995. године и у периоду од 1996-2001. године, тзв. *spread* (нето маргина или зарада) опала је са 3.9% на 2.8% у овим земљама, док је нето маргина у западним земљама остала скоро константна.<sup>15</sup> На тај начин су неке чланице евро зоне попут Грчке и Ирске себи обезбедиле лак приступ јефтним кредитима.

Иако се приливи страног капитала сматрају пожељним јер доприносе повећању инвестиција, производњи и укупном расту економије, недовољна контрола кретања капитала као и његово неадекватно коришћење може имати изузетне негативне ефекте. У случају евро зоне, од значаја је указати на неколико проблема са прекограничним токовима капитала.

Прво, ниске каматне стопе омогућиле су велике приливе капитала из западних земаља у земље периферије и док су овакви приливи капитала служили са финансирање буџетске и јавне потрошње у Грчкој, лака доступност јефтних хипотекарних кредита у Ирској довела је до тзв. стварања балона цена на хипотекарном тржишту.

Друго, токови капитала унутар евро зоне углавном су имали смер од тзв. земаља језгра (развијених западних земаља) ка земљама периферије. Финансијска интеграција несумњиво је имала утицај на спајања и аквизије у банкарском сектору. Међутим, док су западно-европске земље имале улогу госта, земље централне и југо-источне Европе биле су искључиво домаћини што је довело до тога да банке у страном власништву обезбеђују скоро 90% кредита резидентима земаља домаћина, док је овај проценат у развијеној Европи свега 30%.<sup>16</sup> На овај начин *contagion* ефекат довео је до лаког преливања кризе унутар евро зоне.

Треће, око три четвртине нето страних инвестиција развијених западних земаља састоји из осталих финансијских актива (кредити, обвезнице, портфолио инвестиције, итд.), док се мање од једне четвртине односи на стране директне

15 Justin, Yifu, Lin, Volker Treichel, "The Crisis in the Euro Zone: Did the Euro Contribute to the Evolution of the Crisis?", *The World Bank Development Economics Vice Presidency*, July 2013.

16 *Ibid.*, p. 3.

инвестиције. Додатно, највећи кредитори земаља периферије биле су банке из најразвијенијих економија евро зоне : Француске и Немачке. Према званичној статистици немачке централне банке<sup>17</sup>, стране директне инвестиције чиниле су свега 18.7% укупних нето страних инвестиција Немачке у 2009. години. Инвестиције у кредите, депозите и стране валуте чиниле су 37.5%, док на портфолио инвестиције отпада 34.3% нето страних инвестиција. Слична структура присутна је и код француских банака. Према подацима француске централне банке<sup>18</sup>, стране директне инвестиције у 2009. години чиниле су свега 23.3% укупних француских нето страних инвестиција. Инвестиције у кредите, депозите и стране валуте чиниле су у истој години 23.9% укупних нето инвестиција док на портфолио инвестиције отпада 43.4%. Према званичној статистици Банке за међународна поравнања (БИС)<sup>19</sup>, највећи страни повериоци Грчке на крају трећег квартала 2010. године, биле су Француска са 33.1% и Немачка са око 25% што кумулативно чини скоро 60% укупних обавеза Грчке према страним повериоцима. Према истом извору, највећи повериоци Шпаније у истом периоду биле су Немачка са 22% и Француска са 20.4% од укупног износа обавеза према страним повериоцима. Случај Португала је нешто другачији где су повериоци из Шпаније имали учешће од 33.7% а одмах затим Немачка и Француска са 15.1% и 14.2% учешћа у укупним финансијским обавезама Португала према страним повериоцима. Иако криза у Ирској има другачије узроке у односу на кризу у Грчкој, заједнички елемент за ове две земље јесте управо лак приступ јефтним кредитима. Иако је највећи појединачни финансијски поверилац ове земље Велика Британија која не припада монетарној унији, али чини 27.6% укупних ирских обавеза према страним повериоцима, значајно је и учешће Немачке које износи 25.6%, док на Француску отпада 9.6%.

На основу наведених података могуће је закључити да ће повећање задужености уз константно погоршање макро-економских показатеља и оптлатног капацитета довести до бан-

17 Bundesbank Statistics.

18 Banque de France Statistics.

19 Bank of International Settlements.

крота дужника, што аутоматски значи и погоршање активе банака на другој страни, тј. у земљи кредитора. С обзиром да и дужник и поверилац припадају евро зони, неминовно је аутоматско преливање кризе, тј. израженији је *contagion* ефекат.

## 2. Економска интеграција и проблеми унутрашње неравнотеже у евро зони

Увођење евра имало је за циљ и повећање међусобне трговине између земаља чланица, пре свега, захваљујући елиминацији валутног ризика и смањењу трансакционих трошкова. Ефекти увођења заједничке валуте на интра-регионалну трговину у великом обиму су истражени у економској литератури. Један од најчешће цитираних аутора јесте Рос (*Rose*) који је, користећи гравитациони модел, дошао до резултата да ће трговина између две земље које користе исту валуту порасти троструко него у случају када свака земља има сопствену валуту.<sup>20</sup> Каснија бројна истраживања показала су да су ти ефекти мањи, али свакако значајни. Мико, Ордонез и Штајн (*Micco, Ordoñez, and Stein*) су на примеру 12 земаља чланица дошли до резултата да је формирање монетарне уније имало за последицу раст билатералне трговине од 5% до 10%.<sup>21</sup> Хари Флам и Хакан Нордстром (*Harry Flam and Håkan Nordström*) су показали да је међусобна размена унутар евро зоне у периоду од 2002-2005. године порасла у просеку за 26% у односу на период од 1995-1998. године.<sup>22</sup> Шинтракарн (*Chintrakarn*) је дошао до резултата да земље које имају заједничку валуту остварују раст међусобне трговине од 9% и 14% у односу на трговину између земаља које имају различите валуте.<sup>23</sup>

Иако је директан ефекат увођења евра на повећање међусобне размене унутар евро зоне значајан, ефекти нису би-

20 Andrew K. Rose, "One money, one market: the effect of common currencies on trade", *NBER Working Paper*, no 7432, December 1999.

21 Alejandro Micco, Ernesto Stein, Guillermo Ordoñez, „The currency union effect on trade: early evidence from EMU“, *Economic policy*, vol. 18, no 37, October 2003, pp. 315-356.

22 Harry Flam, Håkan Nordström, „Euro effects on the intensive and extensive margins of trade“, *CESifo working paper*, no 1881, December 2006.

23 Pandej Chintrakarn, „Estimating the Euro Effects on Trade with Propensity Score Matching“, *Review of International Economics*, 2008, vol. 16, no 1, pp.186-198.

ли исти за све земље, будући да су неке од земаља бележиле континуирано повећање трговинског суфицита у интра-регионалној размени док су друге чланице бележиле потпуно супротан тренд. Неке од њих су паралелно са повећањем дефицита/суфицита у размени са осталим чланицама еврозоне годинама увећавале и дефицит/суфицит у размени са трећим земљама (изван евро зоне и уопште изван ЕУ), кумулирајући на тај начин укупан дефицит/суфицит у спољнотрговинској размени. Према званичној статистици коју објављује Еуростат,<sup>24</sup> трговински дефицит Грчке у трговинској размени са осталим чланицама евро зоне порастао је са 15.478 милиона евра у 2001. години на 23.402 милиона евра 2008. године. На другој страни, трговински дефицит у размени са трећим земљама, односно земљама изван ЕУ, порастао је са 8.542 милиона евра 2001. године на 22.445 милиона евра 2008. године. Шпанија је, такође у периоду од увођења евра до избијања европске кризе, бележила континуирано повећање трговинског дефицита, како у размени са трећим земљама, тако у размени са земљама унутар ЕУ. Трговински дефицит Шпаније у интра-ЕУ размени порастао је са 21.691 милиона евра у 2001. години на 36.441 милиона евра у 2008. години, док је трговински дефицит у размени са земљама изван ЕУ порастао са 20.728 милиона евра 2001. године на 58.276 у 2008. години. Слична тенденција присутна је и код Португала: трговински дефицит у интра-регионалној размени порастао је са 11.995 милиона евра у 2001. години на 19.103 милиона евра у 2008. години, док је трговински дефицит у размени са трећим земљама порастао са 5.221 милиона евра у 2001. на 6.244 милиона евра у 2008. години. Сличан тренд приметан је и код извесног броја других чланица ЕУ.

С друге стране, неке чланице ЕУ су након увођења евра годинама бележиле континуирани раст суфицита у међусобној размени са осталим чланицама ЕУ. Тако је, примера ради, Немачка повећала интра-ЕУ трговински суфицит са 55.547 милиона евра у 2001. на 109.896 милиона евра у 2008. Истовремено, Немачка је повећавала суфицит и у размени са земљама изван ЕУ који је са 39.948 милиона евра у 2001 години. порастао на 67.629 милиона евра у 2008. години. Слично Не-

24 Eurostat Database.

мачкој, Холандија је у интра-регионалној размени постигла повећање суфицита у интра-ЕУ размени са 84.507 милиона евра у 2001. Години на 152.316 милиона евра у 2008. години. С друге стране, Холандија је земља која у размени са партнерима изван ЕУ бележила континуирани дефицит који је са 59.700 милиона евра у 2001. години порастао на 113.575 милиона евра у 2008. години. Међутим, битно је напоменути да је Немачка земља која континуирано бележи суфицит у размени и са трећим земљама те да њен укупан спољнотрговински суфицит рефлектује веома конкурентну економију која се, пре свега, заснива на не-инфлаторној и стабилизационој економској политици.

Ради разумевања проблема унутрашње неравнотеже у оквиру евро зоне, неопходно успоставити везу између токова роба и токова капитала. Такав приступ омогућује идентификацију неколико кључних недостатака евро зоне.

Прво, елиминисање валутног ризика и хармонизација политика у оквиру евро зоне допринела је расту прекограничног финансирања од 40%, али се овај раст не може у потпуности објаснити растом међусобне трговинске размене.<sup>25</sup> Ниске каматне стопе након увођења евра имале су утицај на снажан интензитет прекограничног кретања капитала. Међутим, један од проблема са којим се евро зона суочила јесте тај што је раст прекограничног финансирања по обиму био већи од раста који се може приписати трговинским токовима, тј. кретању роба и услуга.

Друго, континуирани раст дефицита у интра-регионалној размени код појединих чланица, те суфициту код других, објашњава се унутрашњим дисбалансом у оквиру саме ЕУ који, пре свега, одсликава разлике у конкурентности. Међутим, ово питање додатно отвара полемику узрока интра-ЕУ неравнотеже. Пошто је валутни ризик елиминисан увођењем заједничке валуте, продуктивност као мера конкурентности добија на значају. И док се пад конкурентности у земљама периферије делимично може приписати расту зарада који превазилази ниво продуктивности, приливи прекограничног капитала у ове земљама такође су могли допринети ра-

25 Sebnem Kalemlı-Ozcan, Elias Papaioannou, José-Luis Peydró, „What lies beneath the euro’s effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?“, *Journal of International Economics*, 2010, vol. 81, no. 1, pp. 75-88.

сту реалних зарада. Наиме, приливи страног капитала имају утицај на повећање реалних зарада што води ка повећању инфлације и реалној апресијацији у држави примаоцу капитала што за крајњи резултат има погоршање њене платно-билансне позиције и смањење конкурентности. Истражујући утицај прекограничног прилива капитала на конкурентност, Габриш Хуберт и Карстен Штајер (*Gabrish Hubert and Karsten Staehr*) су дошли до резултата да је дивергентно кретање трошкова зарада између земаља северо-западне Европе и земаља централне и југо-источне Европе у периоду пре кризе, делимично резултат прекораничног кретања капитала од првих ка другим земљама.<sup>26</sup>

Интензивирање прекограничних токова капитала требало је да има утицај на понашање и инвеститора и на актере монетарне политике: за прве је битна чињеница да већи ниво финансијске интеграције чини евро зону атрактивнијом за инвестирање на једној страни, али умањује могућност за диверзификацију портфолиа, док је за актере заједничке политике битна чињеница да јача финансијска интеграција захтева опрезнију и јачу супервизију.<sup>27</sup>

Увођење евра несумњиво је имало позитивне ефекте на финансијску и економску интеграцију у оквиру евро зоне. Осим директних ефеката као што су елиминација валутног ризика и смањење трансакционих трошкова, индиректни ефекти који се генерално доводе у везу са креирањем позитивне перцепције у погледу мобилности капитала унутар евро зоне, хармонизацијом политика и јачањем заједничке регулативе, имали су додатни утицај на јачање интеграције. Конвергенција цена финансијских актива, снижавање каматних стопа и интензивирање токова капитала у оквиру евро зоне резултат су директних и индиректних ефеката увођења заједничке валуте. Управо се у индиректним ефектима налазе можда и највећи недостаци монетарне уније. Пре свега, позитивна перцепција инвеститора, која се везује за чланство

26 Gabrish Hubert, Karsten Staehr, „The Euro Plus Pact: Competitiveness and Cross-Border Capital Flows in the EU Countries“, *ECB Working Paper*, no 1650, March 2014.

27 Marcel Fratzscher, „Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets“, *International Journal of Finance & Economics*, 2002, vol. 7, no 3, pp. 165-193.



одређене земље у монетарној унији, имала је за последицу прикривање или недовољно квантификовање ризика који су везани за економске фундаменте што је охрабривало кредитирање недовољно солвентних земаља. Додатно, интензивирање капиталних токова није било пропраћено довољном нити адекватном регулативом и супервизијом финансијског сектора. Паралелно са либерализацијом капиталних токова одвијао се и процес вишегодишњег удаљавања неких земаља (попут Грчке) од основних критеријума из Мастрихта у погледу макро-економских показатеља. С тога је увођење заједничке валуте, осим позитивних ефеката у погледу интеграције, истовремено учинило евро зону знатно осетљивијом на кредитне шокове, што је захтевало и јачу супервизију на оба нивоа: националном и заједничком.<sup>28</sup>

И док се у економској историји велики број финансијских криза управо везује за либерализацију токова капитала, криза у евро зони представља комплекснији феномен. Иако је допринос увођења заједничке валуте у настајању кризе евидентан, криза у евро зони се ипак не може у потпуности приписати финансијском елементу. Ради успостављања адекватних механизма за превазилажење постојеће кризе неопходно је разумевање не само њених узрока већ и њене динамике. У том смислу, најадекватнији приступ даљем учешћу криза нужно мора да укључи три кључна елемента: економски, финансијски и политички елемент.

### Литература

- De Santis, Giorgio, Bruno, Gerard, Pierre, Hillion, "Portfolio Choice and Currency Risk Inside and Outside the EMU", *Swedish Economic Policy Review*, no 6, 1999.
- Danthine, Jean-Pierre, Francesco Giavazzi, Ernst-Ludwig, Von Thadden, "European financial markets after EMU: a first assessment", *National bureau of economic research*, n. 8044, 2000.
- Lane, Philip R. "The real effects of European monetary union", *The Journal of Economic Perspectives*, no 4, 2006.

28 *Ibid.*

- Coeurdacier, Nicolas, Philippe Martin, “The geography of asset holdings: Evidence from Sweden”, *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, no 202, 2007.
- Euro Area cross-border financial flows, *ECB Monthly bulletin*, February 2012.
- Blank, Sven, Claudia M. Buch, “The euro and cross-border banking: evidence from bilateral data”, *Comparative Economic Studies*, vol. 49, no 3, 2007.
- Franklin Allen, Thorsten Beck, Elena Carletti, Philip R. Lane, Dirk Schoenmaker and Wolf Wagner: *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*, Centre for Economic Policy Research, London, 2011.
- Roberto, Blanco, “Euro area government securities markets: for market functioning”, *BIS Papers*, no 12, 2001.
- Spiegel, Mark M., “Monetary and financial integration in the EMU: push or pull?”, *Review of International Economics*, vol. 17, no 4, 2009.
- Justin Yifu, Lin, Volker Treichel, “The Crisis in the Euro Zone Did the Euro Contribute to the Evolution of the Crisis?”, *The World Bank Development Economics Vice Presidency*, July 2012, WPS6127 Public
- Rose, Andrew K. “One money, one market: the effect of common currencies on trade”, *NBER Working Paper*, no 7432, December 1999.
- Micco, Alejandro, Ernesto Stein, Guillermo, Ordoñez. “The currency union effect on trade: early evidence from EMU”, *Economic policy*, vol. 18, no 37, October 2003.
- Flam, Harry, Håkan Nordström, “Euro effects on the intensive and extensive margins of trade”, *CESifo working paper*, no 1881, 2006.
- Chintrakarn, Pandej, “Estimating the Euro Effects on Trade with Propensity Score Matching”, *Review of International Economics*, vol. 16, no 1, 2008.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Elias, Papaioannou, José-Luis, Peydró. “What lies beneath the euro’s effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?”, *Journal of International Economics*, vol. 81, no 1, 2010.

- Gabrisch, Hubert, Karsten Staehr, “The Euro Plus Pact: Competitiveness and Cross-Border Capital Flows in the EU Countries”, *ECB Working Paper*, no 1650, March 2014.
- Fratzscher, Marcel, “Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets”, *International Journal of Finance & Economics*, vol. 7, no 3, 2002.

*Ivana V. Pesic*

*WHEN ADVANTAGES BECOME  
DISADVANTAGES:  
CASE OF COMMON CURRENCY - EURO*

Resume

*This paper is treating the contribution of a common currency to the crises of European Monetary Union. Bearing in mind that the complexity of the Eurozone crisis lays on multiplication of several crises, it is necessary to discover their common element in order to draw attention to one of the most important aspects of the European crisis - the organic crisis of the euro. Analytic-synthetic approaches have been used in order to observe previously confirmed advantages of common currency as its disadvantages. Long-term trend analysis has been used for proper interpretation of macro-economic and financial indicators while synthesis of the existing literature was used in order to support author's critical reasoning. Introduction of euro has directly and indirectly contributing to the convergence of financial assets prices and to increase of cross-border flows within the Eurozone. However, behind the convergence of financial assets prices and a positive perception of investors, there are some hidden or underestimated risks related to economic fundamentals, which finally resulted in the deterioration of banks' balance sheets, on the one side, and over borrowing by some debtor countries on the other side. In addition, the introduction of common currency has had a*

*significant impact on further increase of intra-imbances within the Eurozone. Through the growth of intra-regional trade partially due to introducing of common currency, some members of the monetary union have worsening its current account position. The increased cross-border capital flows due to low interest rates partially contributed to growth of real wages, rising inflation and real appreciation, which partially contributed to increase of current account deficit and decrease of competitiveness. Therefore, the common currency contributed directly and indirectly to the euro zone crisis-taking place through different channels. However, the most significant channel was the financial one, which is the best, reflected in incitements of cross border capital flows.*

*Keywords: common currency, crisis, euro zone, cross-border capital flows, financial integration.*

Овај рад је примљен 18. јуна 2014. године а прихваћен за штампу на састанку Редакције 18. јула 2014. године.