

Мегатренд универзитет, Београд
Заједничке докторске студије Факултета за пословне студије и
Факултета за међународну економију

Владислав Петковић

ИСКУСТВА У ФУНКЦИОНИСАЊУ ЕВРА У МЕЂУНАРОДНИМ
МОНЕТАРНИМ ОДНОСИМА
- ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА -

Београд, јун 2016.године

Мегатренд универзитет, Београд
Заједничке докторске студије Факултета за пословне студије и
Факултета за међународну економију

Владислав Петковић

ИСКУСТВА У ФУНКЦИОНИСАЊУ ЕВРА У МЕЂУНАРОДНИМ
МОНЕТАРНИМ ОДНОСИМА
- ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА-

Предмет: Докторска дисертација
Име и презиме ментора: Проф. Др Маријана Љубић

Име и презиме студента: Владислав Петковић
Број индекса: 1203/09
Студијски програм: Заједничке студије Факултета за
пословне студије и Факултета за
међународну економију
Смер/модул: Макроекономија
Матични број: 0902974870014

РЕЗИМЕ

Увођење заједничке валуте евра представља битан део целокупног процеса европских интеграција, а криза евра представља сублимирани показатељ недовршености процеса интеграције и кризе еврозоне. Након светске финансијске кризе из 2008. године наступила је криза државних дугова у еврозони 2010. године, са снажним ефектом на банкарски систем и изазвала интервенције од стране влада и централних банака угрожених држава у обиму упоредивим са програмима који су имплементирани током финансијске кризе из 2008. године. Ова криза је поставила два комплементарна изазова пред ЕУ, а то су, пре свега, превазилажење кризе, а други би био завршетак процеса интеграције.

Релативна стабилност евра у функционисању међународних монетарних односа (ММО) у светској привреди као целини темељи се на достигнутом високом степену привредног развоја Европске уније (ЕУ) и економским политикама Европске централне банке (ЕЦБ). Међутим, велике разлике у привредама и степену развијености земаља ЕУ представљају изазове за стабилност евра. Решавање актуелне кризе ће утицати на даљу судбину евра и саме ЕУ.

Криза државних дугова у оквиру Европске уније (ЕУ) и уочљиве разлике међу чланицама постављају питање економске оправданости ЕУ у смислу генерисања губитака који превазилазе добити за своје чланице. Теорија Оптималних валутних подручја (OVP) може донекле дати радни оквир, на основу кога се може пружити одговор на такво питање, а за анализу се користе критеријуми OVP.

Применом модела BEER добијена је адекватна процена равнотежног реалног девизног курса евра према америчком долару, као показатеља међународне конкурентности привреде ЕУ.

Интересовање за теорију OVP је актуелно и произлази из искустава Европске монетарне уније (EMU), као и из напретка економетрије у смислу реевалуације националних монетарних и фискалних политика и ендогености критеријума OVP. Овај теоријски оквир представља модеран допринос економској науци и може да послужи као основа за креацију нових валута и монетарних унија и анализу постојећих. Показатељ успешности европских интеграција се огледа у успешности и искуствима у функционисању заједничке валуте евра.

Кључне речи: *ЕУ, Оптимална валутна подручја, EMU, BEER, интеграције, криза ЕУ*

ABSTRACT

The introduction of a common currency, the euro, is an important part of the whole process of European integration, and the crisis of the euro is sublimated indicator of incompleteness of the integration process and the Eurozone crisis. After the global financial crisis in 2008, the sovereign debt crisis started in the euro zone in 2010, with a strong effect on the banking system and sparked intervention by governments and central banks of affected countries to the extent comparable with the programs that have been implemented during the financial crisis in 2008. This crisis has set two complementary challenges facing the EU, which are, above all, overcome the crisis, and the second would be the completion of the integration process.

The relative stability of the euro in the functioning of the international monetary relations (MMO) in the world economy as a whole, based on the achieved high level of economic development of the European Union (EU) and the economic policies of the European Central Bank (ECB). However, large difference in the economies and level of development of EU countries, pose challenges to the stability of the euro. Solving the current crisis will affect the future fate of the euro and the EU itself.

Sovereign debt crisis in the European Union (EU) and the noticeable differences between member states, question the economic feasibility of the EU, in terms of generating losses that exceed the income for its members. The theory of optimum currency areas (OVP) can somewhat give a framework, based on which it can provide an answer to such a question, and to analyze the criteria used OVP.

By applying the model BEER it is obtained an adequate assessment of the equilibrium real exchange rate of the euro against the US dollar, as an indicator of the international competitiveness of the EU economy.

The interest in the theory of OVP is relevant and arises from the experience of the European Monetary Union (EMU), as well as the progress of econometrics in terms of re-evaluation of national monetary and fiscal policies and criteria endogeneity OVP. This theoretical frame represents modern contribution to economic science, and can serve as a basis for the creation of new currency and monetary union and the analysis of existing ones. Indicator of success of European integration is reflected in the performance and experiences in the functioning of the euro common currency.

Key words: EU, Optimum Currency area, EMU, BEER, integrations, EU crisis

САДРЖАЈ

РЕЗИМЕ	II
ABSTRACT	III
УВОД	1
1. МЕТОДОЛОШКО-ХИПОТЕТИЧКИ ОКВИР ИСТРАЖИВАЊА	5
1.1 ФОРМУЛАЦИЈА ПРЕДМЕТА ИСТРАЖИВАЊА	5
1.1.1 Теоријско одређивање предмета истраживања	5
1.1.2 Категоријално-појмовни систем у директној вези са предметом истраживања	6
1.1.3 Операционално одређење предмета истраживања	7
1.2 ЦИЉЕВИ ИСТРАЖИВАЊА	9
1.2.1 Научни циљеви истраживања	9
1.2.2 Друштвени циљеви	10
1.3 ХИПОТЕЗЕ ОД КОЛИХ СЕ ПОЛАЗИ У ДОКТОРСКОЈ ДИСЕРТАЦИЈИ	10
1.4 МЕТОДЕ ИСТРАЖИВАЊА	11
1.5 НАУЧНИ И ДРУШТВЕНИ ДОПРИНОС ДИСЕРТАЦИЈЕ	12
1.5.1 Научни допринос дисертације	12
1.5.2 Друштвени допринос дисертације	13
2. ЕКОНОМСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ	15
2.1 ПОЈМОВНО И ТЕОРИЈСКО ОДРЕЂИВАЊЕ	15
2.1.1 Предуслови и облици економских интеграција	18
2.1.2 Традиционална и савремена теоријска основа економских интеграција	22
2.1.3 Регионалне економске интеграције	26
2.1.4 Историја регионалних економских интеграција	28
2.1.6 Примери и форме регионалних економских споразума	30
2.1.7 Дефинисање и аспекти новог таласа регионализма	44
2.1.8 Додатне добити од интеграција кроз модерне доприносе	49

2.1.9 Интеграција кроз развојни регионализам и регулаторну координацију	50
2.1.10 Однос Регионалних економских интеграција ка земљама у развоју	53
2.1.11 Приступ у развоју регионалне интеграције.....	55
2.1.12 Регионална кооперација, одрживост и ефекти интеграционог процеса.....	56
2.1.13 Глобализација, регионализација – аспекти економских интеграција.....	59
2.2 ОПТИМАЛНА ВАЛУТНА ПОДРУЧЈА - СЛУЧАЈ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ.....	63
2.2.1 Историјско - теоријски оквир оптималних валутних подручја	63
2.2.2 Развој теорије оптималних валутних подручја кроз развој критеријума ...	65
2.2.3 Критеријуми оптималних валутних подручја	67
2.2.4 Да ли европска монетарна унија представља оптимално валутно подручје?	
84	
3. ПРОЦЕС ЕКОНОМСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ У ЗАПАДНОЈ ЕВРОПИ	87
3.1 ЕВРОПСКА ПЛАТНА УНИЈА (ЕПУ) (1950–1958).....	87
3.1.1 Увод у европске економске интеграције након II светског рата.....	87
3.1.2. Формирање Европске платне уније и њено функционисање	91
3.1.3 Кратка историја ЕПУ	95
3.2 Вернеров извештај.....	96
3.3. Европска „змија у тунелу“ и флукутирање блока европских валута (1972–1978)	
.....	100
3.4 Монетарни односи у Европи од 1979. до 2002. године.....	102
3.4.1 Европски монетарни систем	104
3.4.2 Даљи пут ка еврo.....	105
4. КВАНТИТАТИВНА АНАЛИЗА КРЕТАЊА ЕВРА НА МЕЂУНАРОДНОМ	
ДЕВИЗНОМ ТРЖИШТУ ОД 2002. ДО 2012. ГОДИНЕ.....	111
4.1 НОМИНАЛНИ И РЕАЛНИ ДЕВИЗНИ КУРС	111
4.2 МЕТОДОЛОГИЈЕ ЗА ПРОЦЕНУ ДЕВИЗНОГ КУРСА.....	118
4.2.1 Кратак историјат	121
4.2.2 Питање дугог рока	127

4.3 МОДЕЛ БИХЕВИОРАЛНОГ РАВНОТЕЖНОГ ДЕВИЗНОГ КУРСА	129
4.4 ОЦЕНА БИХЕВИОРИСТИЧКОГ РАВНОТЕЖНОГ РЕАЛНОГ ДЕВИЗНОГ КУРСА (BEER – BEHAVIORAL EQUILIBRIUM EXCHANGE RATE).....	134
5. МЕЂУНАРОДНА УЛОГА ЕВРА И КРИЗА У ЕВРОЗОНИ	143
5.1 ЕВРО - ИНСТРУМЕНТ ГЕОЕКОНОМИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	143
5.1.1 Геоекономија евра.....	143
5.1.2 Макроекономске пројекције евра.....	146
5.1.3 Институционална заокруженост еу.....	147
5.2 ФАКТОРИ КОЈИ СУ УТИЦАЛИ НА ПРОШИРЕЊЕ УЛОГЕ ЕВРА У МЕЂУНАРОДНИМ ДЕВИЗНИМ РЕЗЕРВАМА	150
5.3 ПОЈАВА И УЗРОЦИ КРИЗЕ У ЕВРО ЗОНИ - ПРОБЛЕМ БУЏЕТСКИХ ДЕФИЦИТА И ЈАВНОГ ДУГА	156
5.4 РЕШАВАЊЕ КРИЗЕ И СТРАТЕГИЈЕ ИЗЛАСКА ИЗ КРИЗЕ	158
5.4.1 Решавање кризе	158
5.4.2 Стратегије изласка из кризе	164
ЗАКЉУЧАК.....	169
ЛИСТА СЛИКА И ТАБЕЛА.....	179
СКРАЋЕНИЦЕ.....	181
ЛИТЕРАТУРА.....	186

УВОД

Европска унија (ЕУ), као и читав свет, суочена је са изазовима који су узроковани светском финансијском кризом из 2008. године. Ова криза је поставила два комплементарна изазова пред ЕУ, а то су, пре свега, превазилажење кризе, а други је завршетак процеса интеграције. Сведоци смо свеобухватног процеса глобализације, тако да се види јасна повезаност на светском нивоу, попут спојених судова. Када постоје такви односи, тада се и удар, односно економски шок јако брзо ефектуира на све економске показатеље. Један од еволуционих токова односи се на развој финансијских тржишта и развој валута.

Након укидања Бретонвудског споразума свет је остао без јасно устројеног глобалног монетарног система. Уместо тога, ми сада говоримо о међународним монетарним односима. Једно од савремених решења, односно достигнућа човека, представља конституисање Европске монетарне уније (ЕМУ), као значајног потеза ка интегрисаној светској привреди. Такође, велико достигнуће и оличење овог система јесте заједничка валута – евро. Увођење заједничке валуте, је део целокупног пакета процеса европске интеграције. Јединствена валута има добро дефинисану политичку димензију. У овом раду ће се презентовати докази о већој интегрисаности националних финансијских тржишта као резултат увођења евра.

Да би заједничка валута (евро) била успешна постављају се два услова. Први услов је економски и претпоставља да заједничка валута има смисла само у случају приближавања степена привредних активности. А, други услов, је правне природе, и огледа се у способности ЕМУ да брани куповну моћ евра.

Управо кризом ЕУ су доведена у питање ова два услова.

Криза државних дугова је букнула у еврозони 2010. године, емитујући таласе кроз глобални банкарски систем, изазивајући интервенције влада и централних банака угрожених држава у обиму упоредивим са програмима који су имплементирани током финансијске кризе 2008–2009. године.

Финансијска криза се драстично одразила на понашање и имплементацију монетарне политике. Криза еврозоне има и две додатне димензије, где једну представљају мане у управљању еврозоном, а друга би била пропадање поверења у поузданост саме еврозоне.

Ова криза је иницирала, да ЕСВ са осталим главним централним банкама, поред употребе целокупног опсега стандардних мера (контрола над низом кључних камата), употреби и нестандартне мере деловања. Овим су директно утицале на враћање поверења инвеститора изгубљеног због ризика и лошег функционисања различитих сегмената финансијског тржишта. Криза државних дугова еврозоне се раширила на пролеће 2010. године, што је значајно пореметило финансијска тржишта и реалну економску активност у еврозони, која се још увек опорављала од удара светске економске кризе из 2007–2009. године. Ово се и раније дешавало у Европи, али никад у исто време у групи земаља које имају исту валуту и ограничене механизме прилагођавања. Ова криза је отрежњујућа а такође је и катализатор за промене.

ЕУ представља прави пример дубоке регионалне интеграције, и на институционалном је путу ка остварењу концепта федерализма или конфедерализма. У међувремену се развијају помоћни модалитети функционисања постојећих институција, попут ЕСВ, која преузима надлежности и функције врховне фискалне инстанце. Али ефикасност једне регионализације не мора да одговара глобалним захтевима, поготову у динамичком смислу. Поновна појава регионализма комбинује статичке и динамичке захтеве тржишта. Регионализација је у извесном смислу прелазна фаза у којој државе настоје да обнове и изграде нову позицију у свету у оквиру одређене групације. Регионалне интеграције нису замена за глобализацију, већ под одређеним условима комплементаран пут.

У анализи ће се користити теорија OVP, која ће са својим критеријумима квантификовати показатељи привредних активности за подручје EMU. Теорија OVP има велике заслуге као методологија и катализатор за анализу. Без ове теорије вероватно не би било и толиког надзора и анализе економских карактеристика које чине камене темељце монетарне унификације. Неки кораци су покренути у циљу побољшања фискалне и економске интеграције, а да ли ће велике разлике на основу критеријума OVP то зауставити или успорити, предмет су анализа овога рада.

Један од циљева овог рада је и адекватна процена равнотежног реалног девизног курса као показатеља међународне конкурентности привреде ЕУ. Применом модела BEER добиће се кретање оригиналне и оцењене серије реалног девизног курса евра према америчком долару и утврдити одступање реалног девизног курса у односу на његов равнотежни ниво.

За процесе економске интеграције од великог значаја представља искуство у функционисању евра као сублимацију интеграционих процеса у Европи и ЕМУ. Поред економских услова, битан је и геополитички утицај као део целокупног искуства у функционисању евра, пошто и само формирање ЕМУ и лансирање евра није испуњавало услове прописане Мастрихтским критеријумима, као и теоријом OVP.

Даљом разрадом овог рада могуће је да заједно са обрадом теоријске основе, и емпиријских модела који би презентовали понашање једне валуте створи један мултидисциплинарни оквир која би могао да буде од велике користи за проучавање савремених појава у економији. Овакав развој би можда у будућности употпунио теоријски оквир за ОВП и створио свеобухватни модел за анализу једне валуте и њене валутне области, као и олакшао анализу савремених појава у економији.

1. МЕТОДОЛОШКО-ХИПОТЕТИЧКИ ОКВИР ИСТРАЖИВАЊА

1. ФОРМУЛАЦИЈА ПРЕДМЕТА ИСТРАЖИВАЊА

1.1.1 Теоријско одређивање предмета истраживања

Предмет истраживања ове дисертације представља анализа објективне стварности функционисања евра који је настао у Западној Европи после дугогодишњих економских интеграционих процеса, од зоне слободне трговине до царинске и монетарне уније, као и резултат еволуције целокупног институционалног амбијента у западноевропским државама. Само креирање евра представља врхунац економског инжењеринга и својеврстан доказ зрелости и заокружености једног монетарног система.

Процес интегрисања држава се ефектуира кроз процесе економских интеграција. Ове интеграције се анализирају и објашњавају кроз савремену форму интеграција у виду регионалних економских интеграција (REI). Анализира се њихово место у светском контексту интеграција под окриљем Уједињених нација (UN) и Општем споразуму о царинама и трговини, ГАТТ (*General Agreement on Tariffs and Trade*) и савремених трендова у развоју економских интеграција.

Релативна стабилност евра у функционисању у међународним монетарним односима (ММО), односно у светској привреди као целини темељи се на постигнутом високом степену привредног развоја Европске уније (EU) и економским политикама Европске централне банке (ЕЦБ). Такође, анализира се и управо ефикасност политике ЕЦБ и институција EU у околностима који су креирани са настанком светске економске кризе и њеног шока на економије еврозоне.

Стварање евра само по себи не решава проблеме функционисања EMU, већ представља моћно оруђе које обједињује економске аспекте у један циљ – оптимално функционисање монетарне уније у односу на изазове који се постављају пред њу.

Један од изазова за стабилност евра представљају и велике разлике у привредама и степену развијености земаља EU. У том смислу, анализирана је и актуелна светска економска криза са становишта регионалног аспекта у еврозони. Идентификовани су њени узроци и предложени методи изласка из кризе. Решавање актуелне кризе утиче на даљу судбину евра. Има више узрока кризе:

- 1) институционална недовршеност процеса економске интеграције
- 2) недовршеност процеса функционисања монетарне уније
- 3) велики фискални дефицити држава чланица ЕМУ
- 4) непостојање институције државе иза ЕСВ као код сваке друге Централне банке.

Предмет рада је и анализа критеријума теорије оптималних валутних подручја (OVP). Данашња велика повезаности финансијског и реалног сектора условљава интегрисаност тржишта, попут заједничког тржишта ЕУ. Критеријуми OVP са још увек недовршеним теоријским оквиром, служе за боље сагледавање и анализу тржишта попут тржишта ЕМУ.

Анализа међусобне повезаност тржишта Сједињених Америчких Држава (SAD) и ЕУ кроз однос долара и евра такође је предмет ове дисертације. У ту сврху је извршена економетријска анализа бихевиористичког равнотежног реалног девизног курса, BEER (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate*).

1.1.2 Категоријално-појмовни систем у директној вези са предметом истраживања

Основни категорално-појмовни систем који се налази у директној вези са предметом истраживања чине појмови евро и међународни монетарни односи.

У монетарној теорији под појмом евро се подразумева званична валута 19 земаља чланица Европске Уније (ЕУ) које су га усвојиле и представља законско средство плаћања, чувара вредности и јединицу за обрачун за чланице Европске Монетарне Уније (ЕМУ). Ове земље чине Еврозону – валутну зону. Увођење евра 1999. године представља значајан корак у европским интеграцијама и синтетички израз процеса интеграција.

Под појмом међународни монетарни односи се полази од тога не постоји јединствени међународни систем, већ системи који међусобно представљају међународно уговорен систем правила, конвенција и институција, које подржавају међународну трговину и генерално реалокацију капитала међу државама, који сви заједно представљају међународни монетарни систем.

У оквиру међународног монетарног система своје место имају и наднационалне организације, попут Европске Уније, са јединственим законским средством плаћања, што је и предмет докторске дисертације.

1.1.3 Операционално одређење предмета истраживања

Да би овако дефинисан предмет истраживања могли на целовит начин истражити, неопходно га је рашчланити на следеће структуралне чињенице.

1.1.3.1 Структурални чиниоци предмета истраживања

Први структурални чиниоц предмета истраживања чини методолошко – хипотетички оквир истраживања, са тежиштем на формулацији предмета истраживања, димензионисању циљева истраживања (научних и друштвених), постављању хипотеза истраживања, утврђивању начина истраживања и друштвене и научне оправданости израде докторске дисертације.

Други структурални чинилац предмета истраживања обухвата појмовно - теоријски одређење процеса економских интеграција, њихов еволутивни аспект, као и улога и значај који она имају у међународним финансијама и економији. Представљају се савремени облици економских интеграција, елементи из којих се састоје и начин функционисања. Презентују се аспекти недовршености процеса интегрисања у оквиру ЕУ. Представља се и теорија OVP и њена примена на ЕМУ. Урађена је класификација и анализа критеријума ове теорије у складу са актуелним економским показатељима. Дат је закључак и оцена испуњености ових фактора на примеру ЕУ.

Трећи структурални чинилац предмета истраживања представља процес економске интеграције на територији Европе. Анализира се последњих шездесет година, односно период од краја II светског рата. Дата је историјска анализа, почевши од првих значајних облика сарадње, од блиске повезаности са SAD и примене Маршаловог плана. Затим су дате анализе од формирања европске платне уније (EPU), потом утицај Вернера, Шумана и Делора на интеграционе процесе у Европи, све до уговора из Мастрихта и формирања ЕУ. Објашњене су и три фазе ЕМУ и услови неопходни за њен успех. У анализи су представљена дешавања везана за функционисање ЕУ, закључно са увођењем јединствене валуте – евра.

Четврти структурални чинилац предмета истраживања је дат у виду квантитативне анализа кретања евра на међународном девизном тржишту. Анализа је дата кроз оцену бихевиористичког равнотежног реалног девизног курса, BEER (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate*), методологију коју су презентовали Clark и MacDonald 1999. године, и примењује је Међународни монетарни фонд (ММФ) и њихова консултативна група за

девизне курсеве, CGER (*Consultative Group on Exchange Rate*). Оцењено је одступање текућег реалног курса евра у односу на његов равнотежни ниво са претходном теоријском анализом. Анализа је урађена са доларом као референтном валутом у односу на евро због блиске повезаности ових двеју валута и њихове позиције број један и два као светских заменских валута. Оцењена је и конкурентност евра у односу на долар. На основу анализе и других параметара утврђена је и представљена оцена конкурентности привреде EU у односу на привреду SAD. Посматрани, анализирани период је од 2002. до 2014. године.

Пети структурални чинилац предмета истраживања представља анализу међународне улоге евра и његове геополитичке и геоекономске позиције. Представљено је стање евра у међународним девизним резервама и фактори који су утицали за његов статус и удео у њима. Дата је анализа утицаја светске економске кризе из 2008. године на EU и решавање и стратегије изласка из те кризе.

Шести структурални чинилац предмета истраживања је представљен закључним разматрањима наведеног предмета истраживања у којима се дају сумарни закључци са оценом потврђености постављених хипотеза истраживања.

1.1.3.2 Временско, просторно и дисциплинарно одређивање предмета истраживања

Временски период истраживања обухвата период од физичког увођења евра у систем Европске монетарне уније - EMU, односно од 2002 до 2015. године, са нужним захватањем на историјски период економских интеграција на подручју Европе, као и захватањем глобалног и историјског контекста економских интеграција.

Просторно, предмет истраживања се односи на територију земаља чланица EU, односно чланица које су увеле заједничку валуту евро и функционишу у систему EMU са Европском централном банком (ЕЦБ).

Дисциплинарно, предмет истраживања спада у поље друштвено–хуманистичких наука, научну област економских наука, ужу научну област макроекономија и тежишно научној дисциплини монетарне економије.

1.2 ЦИЉЕВИ ИСТРАЖИВАЊА

1.2.1 Научни циљеви истраживања

Научни циљеви истраживања у докторској дисертацији су дескрипција, класификационо и типологизационо искуство у функционисању евра у међународним монетарним односима

Дескрипцијом предмета истраживања уз доследну примену научних метода дошли смо до адекватне процене равнотежног реалног девизног курса као показатеља међународне конкурентности привреде ЕУ, применом BEER методологије. Презентована је оцена ЕМУ, у смислу испуњености услова да ли ЕМУ представља оптимално валутно подручје. Та оцена је дата анализом критеријума теорије OVP. Дескриптивно су објашњени досадашњи историјски процеси економских интеграција, са посебним освртом на регионални интеграциони процес на територији Европе, где као један од резултата досадашњих достигнућа представља ЕМУ и валута евро..

Други ниво научног циља у дисертацији је научно откриће нових монетарних чинилаца у функционисању евра кроз научну анализу критеријума теорије OVP. Долази се до откривања законитости у економским перформансама држава чланица ЕМУ, сходно анализираним критеријумима. Анализира се процес економских интеграција на територији Европе и долази до открића предности и недостатака досадашњег тока интеграционих процеса. Применом BEER методологије, се дошло до открића конкурентности евра на међународном нивоу. Добијено је кретање оригиналне и оцењене серије реалног девизног курса евра према америчком долару.

Трећи ниво научног циља представља научно објашњење новооткривених монетарних чинилаца у функционисању заједничке валуте евра, кроз анализу критеријума теорије OVP, где се уочава јасна диспропорција у развијености земаља чланица валутне зоне евра. Научно објашњење анализираних модела BEER представља основу за анализу економских дешавања и давања прогноза за једну валуту, у овом случају евра. Овај тип анализе се користи за оцену остварености услова једне земље да приступи валутној зони евра и усвоји евро као званичну валуту, као и показатељ позиције евра у односу на остале светске валуте, у овом случају долара, као главне светске валуте. Други и трећи структурални чинилац пружају научно објашњење процеса интеграција, закључно са стварањем ЕМУ и валуте евра.

Четврти, и највиши, ниво научног циља у овој докторској дисертацији представља научна прогноза савремених економских дешавања функционисања евра, са акцентом на актуелну кризу евро зоне, која је експонирала недостатке интеграционих процеса. Узимајући у обзир све релевантне податке и показатеље из овог структуралног чиниоца, презентована је тренутна позиција евра у међународним монетарним односима, као и прогноза развоја и опстанка валуте евра, преузета од других аутора.

1.2.2 Друштвени циљеви

У складу са овако дефинисаним научним циљем, основни друштвени циљ који се достигао изградом дисертације је сагледавање процеса економских интеграција и њихових, савремених појавних облика. Дата је оцена оправданости увођења евра. Презентована је анализа ЕМУ, кроз теорију OVP и критеријуме који објашњавају једну валутну област. Дефинисана је тренутна позиција конкурентности привреде еврозоне коришћењем BEER методологије. Остале циљеве истраживања представља и идентификација позиције евра у међународним монетарним односима, указивање на позитивне и негативне појаве током досадашњег функционисања евра и процена перспективе евра.

1.3 ХИПОТЕЗЕ ОД КОЈИХ СЕ ПОЛАЗИ У ДОКТОРСКОЈ ДИСЕРТАЦИЈИ

У раду се, у складу са постављеним предметом и циљевима истраживања, полази од једне основне и две посебне хипотезе, које ће се научно потврдити или одбацити.

Основна хипотеза:

Што је већи економски раст, стабилнији развој европског финансијског тржишта, као и ефикасније функционисање што централизованостијих фискалних политика, тада ће бити и извесније да евро опстане, одржи се и постане водећа међународна валута.

Прва посебна хипотеза: Што је већи степен институционалне заокружености процеса државне интеграције (вођење јединствене спољне и унутрашње политике), то је већа стабилност евра.

Индикаторе представљају искази из научне грађе, дескриптивна анализа степена економске интегрисаности, степена развијености институционалне заокружености, као и облици економских интеграција.

Друга посебна хипотеза: Што је већа диспропорција у развијености земаља чланица ЕУ, то је извеснија могућност кризе у ЕУ зони.

Индикаторе представљају конкретних статистички показатељи критеријума теорије ОVP, који су: сличност економских структура, флексибилност тржишта радне снаге, интегрисаност финансијских тржишта, отвореност трговине, специјализација, стопа инфлације и ниво цена, фискална интеграција, мобилност фактора и фискална плаћања.

1.4 МЕТОДЕ ИСТРАЖИВАЊА

У складу са предметом и циљем истраживања, те дефинисаних полазних ставова и основне хипотезе у раду ће бити примењене, уобичајене у пракси и научно потврђене, методе истраживања прилагођене овом истраживачком процесу, а то су:

Метод структуралне анализе, који треба да омогући утврђивање структуре предмета истраживања, елемената и компоненти.

Метод функционалне анализе, који треба да открије међусобне односе појединих интегралних делова предмета истраживања.

Метод анализе и метод синтезе, као примарни процеси који треба да омогуће стицање сазнања о предмету истраживања. Првим методом ће се анализирати релевантне статистичке и друге јавне чињенице објављене у научној и стручној литератури у овој области, као и објављене путем електронских и других медија. Применом метода синтезе се извршила интеграција анализираних елемената у једну целину у циљу дефинисања одређених правила и потврде законитости везаних за предмет истраживања.

Дедуктивно-индуктивна метода у функцији је усмеравања истраживања од општег ка појединачном, односно од појединачног ка општем у циљу доласка до адекватних закључака.

Компаративна метода се темељи на упоређивању појединих делова више сродних целина и извођењу закључака о природи предмета. Омогућиће поређење европске монетарне интеграције са историјског аспекта, као и на основу изведене статистичке анализе са монетарном интеграцијом SAD. Анализираће се деловање институционалних решења са постављеним теоријским моделима деловања. Ова методологија ће се користити у директној компарацији двеју валута: евра и долара.

Емпиријска метода ће омогућити суочавање теоријских поставки са емпиријским чињеницама (искуственим), односно проверу до сада постављених теоријских закључака у овој области.

Аналитичко-емпиријски модели су, уз коришћење статистичких података и метода, дали анализу одступања текућег реалног курса евра у односу на његов равнотежни ниво. Коришћени су економетријски методи анализе временских серија, као што су тестови јединичног корена за испитивање стационарности серије и тестови коинтеграције за испитивање дугорочне равнотежне везе између посматраних варијабли. За испитивање коинтеграционе везе посматраних серија се користио *Johansen*-ов тест коинтеграције и *Engle-Granger*-ова двостепена процедура. Оцена параметара у моделу се утврдила применом модела ARDL (*Autoregressive Distributive Lagged*) и методом OLS (*Ordinary Least Squares*). На основу презентованих статистичких података урађена је компаративна анализа економских варијабли привреда SAD и EU и дата оцена конкурентности привреде EU.

1.5 НАУЧНИ И ДРУШТВЕНИ ДОПРИНОС ДИСЕРТАЦИЈЕ

1.5.1 Научни допринос дисертације

Научни допринос и оправданост истраживања докторске дисертације је изразена кроз допринос у научној спознаји фактора који објашњавају оправданост уласка једне земље у валутну унију попут EMU. Сама теорија OVP је потекла од *Robert-a Mundell-a*, а ова дисертација је тај оквир проширила са увођењем додатних критеријума, што је чини оригиналним научним делом.

Додатни научни допринос ове дисертације се огледа у примени методологије везане за анализу функционисања валуте евра. Прави пример примене BEER методологије је управо на еврџу и долару и сету економских параметара који карактеришу привреде SAD и EU јер SAD представља пример заокружене монетарне уније за разлику од EU.

Допринос на основу овог рада и добијених економетријских оцена омогућава будуће компаративне анализе оптималних решења монетарне политике једне самосталне државе, федерације или наднационалне организације, попут EU или неке нове у будућности. Специфичности примене метода, техника и инструмената у дисертацији представља научни допринос.

1.5.2 Друштвени допринос дисертације

Друштвена оправданост и допринос дисертације је сагледавање досадашњих процеса економских интеграција у свету. Будући да су у пракси економских интеграција до сада само западноевропске економске интеграције оствариле и монетарну унију, научни допринос докторског рада састоји се у идентификовању позитивних и негативних искустава функционисања досадашњег нивоа остварене монетарне уније. Утврђена искуства ће бити од значаја, осим за теорију и праксу економије као науке, посебно на област економских интеграционих процеса.

ЕМУ има посебан значај за државе чланице зато што после бретонвудског међународног монетарног система у светској привреди није утврђен нов монетарни систем. Међународни монетарни односи функционишу у условима великих промена. Скоро све бивше социјалистичке привреде изграђују тржишне привредне системе, а неке нове регионалне интеграције иду ка вишим формама интеграција. За све те процесе су веома значајна искуства у функционисању евра и ЕМУ. Монетарна интеграција у Европи има велики значај и у светским размерама, као пример за друге интеграције које су на свом почетку или у перспективи стварања, а покушавају да дођу до нивоа функционисања ЕУ.

2. ЕКОНОМСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ

2.1 ПОЈМОВНО И ТЕОРИЈСКО ОДРЕЂИВАЊЕ

Трендови који карактеришу главне правце светске економије стављају већини држава у први план идеју о ближим и ефикаснијим економским интеграцијама (ЕИ) и представљају квалитативно нов корак у развоју интернационализације економије света. Интеграција у светској привреди представља процес који је свеобухватан у сфери пословања и развоја, у коме учествују сви актери међународних економских односа у свету. У том смислу све је већа учесталост међународних ЕИ са истовремено ретким примерима издвајања из тих процеса.

Као задатак, у циљу разумевања самог феномена ЕИ, истраживачи ових процеса испред себе постављају њихово научно дефинисање. Управо на основу доброг дефинисања зависиће и разумевање овог феномена, његове динамике и предвидљивости.

У циљу постизања услова који су неопходни за повећање динамике и интеракције међународних субјеката различитих структура и нивоа, основни предуслов је осигурање безбедности и мира на глобалном нивоу. У свету долази до продубљивања економских односа, што је најизраженије на примеру економско-трговинске сарадње. Та сарадња се показала као најбољи модус интеракције међу државама у ситуацији где глобално постоје разнородност споразума, неустаљен правни режим, различите културе и други аспекти који су условно препреке интегративним процесима. Овај облик повезивања, односно економског интегрисања заснован је на комплементарним интересима међународних субјеката. Како још увек није могућа потпуна либерализација међународних економских односа, регионална економска интеграција (РЕИ) представља најбоље могуће решење.¹

Процеси ЕИ, у смислу светског развоја, омогућују креирање механизма за тражење адекватног решења за настале економске проблеме. Стога се ЕИ могу представити као процеси економских интеракција међу земљама, које воде ка конвергенцији економских

¹ Ковач, О. et. al. (2000) *Међународни економски односи*. Београд: Економски факултет Универзитета у Београду. 555.

механизма. То се реализује тако што интеграциони процеси узимају облик у виду међународних споразума и креираних међудржавних организација.²

Етимолошки постоји основно значење појма „интеграција”, чији корен речи потиче од латинске речи *integratio* што значи *обнављање*, док *филозофско* значење речи „интеграција” представља прелазак из једног расутог стања у усредсређено стање.

Развој степена интегрисаности у економском смислу би се градацијски кретала од:

- Економске интеграције (ЕИ) – процес у коме је више различитих заокружених привредних целина, што овде прелази у једну заокружену привредну целину, која представља усредсређено стање.
- Заокружене привредне целине – система у коме нема препрека кретању робе и свих фактора производње. Ово представља систем који се налази на одређеном територијалном подручју које углавном коинцидира са територијом једне државе.
- Светске привреде – представља скуп свих заокружених привредних целина које постоје на свету.
- Интегрисане светске привреде – овај концепт би подразумевао да заокружене привредне целине не буду различите, односно да постоји потпуна либерализација међународних економских односа, где би у суштини све заокружене привредне целине које постоје у свету постале једна заокружена привредна целина, која ће још дуго у будућности представљати утопију.

Суштински, процеси ЕИ представљају део свеобухватног процеса глобализације. Долази се до тога да у овом тренутку историје концепт интегрисане светске привреде представља утопизам услед безброј економских, националних, историјских и политичких разлога због чега је немогуће очекивати потпуну либерализацију економских односа. Један колапс глобализације се већ десио са пропашћу златног стандарда 1914. године и покушајем његовог оживљавања са бретонвудовским монетарним системом. Овај систем се касније

² Vladimirov, I.G. (2001) Globalization of World Economy: Challenges and Implications. *Corporate Management* (3/01). Dostupno na: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-3/10shtml> (19. 5. 2014)

показао неодрживим, јер је капитал постајао све мобилнији, а нафтни шокови из седамдесетих су тешко погодили развијене земље. Замењен је осамдесетих година амбициознијим приступом економске либерализације и дубоке интеграције и тако економска глобализација постаје сама себи сврха. Овај процес би се могао назвати хиперглобализација. Да ли је могућ поновни колапс услед последње, глобалне финансијске кризе, тема је многих анализа и поборника процеса глобализације и противника тог процеса. Консензус је постигнут о неопходности стварања институционалних и компензационих механизма, на домаћем и међународном нивоу, који би глобализацију учинили ефикаснијом, праведнијом и одрживијом.

Истрајно истицање важности економске интеграције у Европи се не заснива на пуком пледирању за економску интеграцију пер се, већ се образлаже њеним доприношењем остварењу скупа општих друштвених циљева економске и политичке природе. Подизање нивоа економског благостања је централни циљ економске природе. Он подразумева постизање просперитета у земљама укљученим у интеграционе процесе који проистиче из превазилажења економских неефикасности карактеристичних за њихове раније изоловане привреде. У том смислу веома вредном се сматра улога специјализације у производњи, као и тесна сарадња земаља која резултира складно координираним економским политикама.³

Временом је долазило и до отпора самом процесу ЕИ и до периода стагнације, док истовремено постоји континуирани прогрес у смислу институционализације ЕИ. Долазимо до фундаменталне политичке трилеме светске економије: не може се истовремено тежити демократији, националном одржењу и економској глобализацији.⁴ Препреке које се постављају на путу сваке интеграције су пре свега брига о националним интересима. Државе се често не могу уклопити у одређену регионалну интеграцију или интеграцију на светском нивоу. Такође, постоје државе, попут Кине и Индије, које су процес глобализације радиле по бретонвудским правилима. Спроводиле су мешовите стратегије, без безусловног отварања трговине и финансијских токова, као и уз велику дозу државног интервенционизма, у циљу диверзификације своје производње. Примери ЕИ у пракси су бројни мултилатерални споразуми, који су управо доказ потребе за широм сарадњом. Управо стварање Светске

³ Цветановић С., Јововић Д. и Младеновић И. (2007) *Стратегијске политике европских интеграција*. Економски факултет Ниш. 86.

⁴ Родрик Д. (2013) *Парадокс глобализације*. Београд: ЈП Службени гласник. 14,15.

трговинске организације (STO) представља корак у циљу институционализације процеса интеграција.⁵

2.1.1 Предуслови и облици економских интеграција

Процеси економских интеграција (EI) у суштини су мултилатерални јер се паралелно одвијају на више основа: билатералној, регионалној и глобалној. Економске интеграције на међународном нивоу имају сопствену логику развоја, претпостављајући пролазак кроз одређене фазе – од најнижих ка највишим.

О EI се не може причати без помињања економисте *Balassa*. Његово дело „Теорија економских интеграција”, које је објављено 1961. године, незаобилазно је у литератури и представља камен темељац за све будуће анализе и радове везане за савремене EI.

Он је јасно дефинисао процес интеграције као процес примене мера за елиминацију дискриминације у интегрисаном простору. Такође, он је истакао саме интегративне форме од зоне слободне трговине, царинске уније, заједничког тржишта, економске уније, монетарне уније и све до потпуне економске интеграције.⁶

Сам концепт интеграције тржишта подразумева уклањање препрека за слободно кретање робе и фактора производње. На почетку процеса EI потребна је интеграција тржишта земаља партнера на бази потпуне либерализације трговинских односа и недозвољавање интервенције државе у процесу. Имплементација интеграције зависи само од политичких одлука комбинованих тржишта. Неолиберални концепт омогућава интервенцију државе у смислу балансирања функционисања националних економија које су у процесу интеграције. Представници институционалног усмеравања тржишта, попут *Balassa*, *Heylperin*, *Lipsey*, *Machlup* и других, придржавају се оптималног односа државне интервенције и снаге тржишта. Улога државе је да уједначи простор за актере на тржишту и хармонизује политике земаља које се интегришу.

Треба имати у виду да је за земље у развоју идеја интеграције заживела из потребе превазилажења економске заосталости и јачања економске позиције. У исто време се одвија комплементаран процес губитка дела економске независности и чак дела суверенитета. Тако

⁵ Родрик, Д. (2013) *Парадокс глобализације*. Београд: ЈП Службени гласник. 77.

⁶ Balassa, B. (1961) *The Theory of Economic Integration*. Chicago: GreenwoodPress, 174.

да је веома тешко квантификовати добитке у процесу интеграције, а самим тим се и релативизује њен успех, у циљу ојачања независности и самосталности државе. Касније се испоставља да основни предуслов за квалитативне промене саме природе економских односа у ствари долази од брзог раста активне радне снаге, односно намера да се побољша квалификациона структура радне снаге.⁷

У зависности од фактора производње и броја и врста препрека кретању робе, регионалне ЕИ попримају различите институционалне облике, од најблажих до најразвијенијих⁸:

1. Споразум о преференцијабилној трговини – представља споразум по коме за уговорне стране важе ниже царинске стопе у односу на оне које се примењују на увоз из трећих земаља.
2. Парцијална царинска унија – земље чланице уводе заједничку тарифу према трећим земљама, а задржавају своје иницијалне царинске стопе.
3. Зона слободне трговине – земље чланице су укинуле међусобне царине, а своје (различите) националне царинске тарифе примењују на увоз из трећих земаља.
4. Царинска унија – укинуте су међусобне царине међу чланицама и успостављена је заједничка тарифа према трећим земљама.
5. Заједничко тржиште – представља наредни степен који, поред царинске уније, подразумева слободу кретања фактора производње (капитала и рада) и заједничку политику спољноекономских односа.
6. Делимична економска унија – настаје као надоградња претходне интеграције са хармонизацијом фискалних, монетарних, индустријских, регионалних, транспортних и других економских политика земаља чланица.

⁷ Vladimirov, I.G. (2001) Globalization of World Economy: Challenges and Implications. *Corporate Management* (3/01). Dostupno na: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-3/10shtml> (19. 5. 2014).

⁸ Ковач, О. et. al. (2000) *Међународни економски односи*. Београд: Економски факултет Универзитета у Београду. 556.

7. Потпуна економска унија – подразумева једну, заједничку валуту, јединствену економску политику, једну централну банку и владу са наднационалним овлашћењима.⁹

Развој ЕИ се креће на тај начин да се позитивни ефекти од нижих институционалних облика временом исцрпљују и интеграције теже ка све вишим облицима. На основу промена економских показатеља, попут бруто друштвеног производа (BDP), платног биланса и других, може се дати одговор да ли посматрана интеграција користи пре свега привредама земаља које улазе у интеграционе процесе, светској трговини, економском развоју и да ли повећава регионално или свеопште благостање.

Једина регионална међународна интеграција, односно ЕИ која је прошла скоро кроз све поменуте фазе је Европска унија (EU), где њени институционални облици и механизми представљају идеалан пример објашњења феномена међународне ЕИ. Економски токови у Европи у последњих пола века обележени су у првој инстанци интензивним преплитањима, затим приближавањима и на крају сједињавањима која су у потпуности афирмисала идеју јединственог тржишта која подразумева слободно кретање робе и услуга, људи и капитала. У вези са овим дешавањима појавио се нови појам „економска интеграција“, који је брзо постао широко прихваћен и употребљаван као сводни појам којим су се настојали обухватити сви комплексни и прогресивни економски процеси на тлу Европе у последњих пола века. Можда би данас изазвала подозрење чињеница да се појам економска интеграција уопште није користио пре средине XX века, односно пре краја Другог светског рата, обзиром на његову прозаичност и „подразумеваност“ у данашње време.¹⁰ Ово јединствено тржиште представља савремени феномен који води највишем степену ЕИ изузев стварања заједничке државе, што опет није искључено у неком дужем временском оквиру. Овде постоји недефинисаност овако високог степена ЕИ, у чему већу помоћ не можемо очекивати од теорије међународне ЕИ, јер проблеми у функционисању EU постају предмет појединих делова опште економске теорије, као што су теорија локације и теорија економског раста или теорија економске политике. Данашња EU се налази на прелазу између међународне организације и државе¹¹

⁹ Ковачевић С., (2000), „*Међународни економски односи*“, Економски факултет Универзитет у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 66.

¹⁰ Blanchard O. (2008) *Macroeconomics*. New Jersey: Prentice Hall.182.

¹¹ McCormick, J. (2010) *Razumjeti Europsku uniju*. Zagreb: Mate d.o.o. 13.

Постоји константна прогресија идеја интеграција у сваком смислу и имамо у пракси велики број економских интеграционих групација. Можемо, поред ЕУ, издвојити следеће групације: Азијско-пацифички форум за економску сарадњу, АПЕС (*Asia-Pacific Economic Cooperation*), Асоцијација југоисточних азијских нација, ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*), Северноамерички уговор о слободној трговини, NAFTA (*North American Free Trade Agreement*), Заједничко тржиште југа, MERCOSUR (*Mercado Común del Sur*), Економска заједница западноафричких држава, ECOWAC (*Economic Community of West African States*) и друге. Ове, као и многе друге ЕИ се боре за позицију и примат у светској привреди.

Не постоји једногласност око степена интеграције, где имамо да разни аутори истичу од четири до седам стадијума, односно корака. Развој и тренутно стање интеграција се креће од оне базичне – споразума о преференцијалној трговини, преко зоне слободне трговине, па све до највишег облика, потпуне економске уније, односно политичке уније.¹² ЕУ помаже процесе регионалне сарадње на такав начин, да они касније могу да постану део заједничког европског простора. Овде такође имамо доста препрека на путу, где пре свега имамо велике разлике у степену развијености појединих економија. Процес преласка тих економија на квалитативно другачије основе пословања изискиваће више времена. Начела ЕУ су да је у земљама кандидатима за прикључење унији неопходно постојање стабилне политичке инфраструктуре и да се изграђују економски односи у складу са принципима СТО и ЕУ. Као што постоје интеграције овог нивоа, постоје и на нижим нивоима институционализације и чврстине повезивања, где би се као пример могла навести и Централноевропска зона слободне трговине СЕФТА (*Central European Free Trade Agreement*). Чланице ових интеграција, које би условно могли назвати и групацијама, ништа не спречава да буду део још неких групација, што је у пракси и случај.

Тренутна подела моћи у свету је створила појаву три доминантне групације: европске, око САД и азијско-пацифичке. У смислу коришћења предности економског интегрисања, тј. повећања економске моћи субјеката и креирању повољније развојне перспективе, мање

¹² Balassa, B. (1976) Types of Economic Integration. U: Machlup, F., ur., *Economic Integration, Worldwide, Regional, Sectoral*. London: Macmillan. 19.

развијене државе почеле су да стварају интеграционе целине како би могле да прате корак развијених.¹³

2.1.2 Традиционална и савремена теоријска основа економских интеграција

Економске интеграције (ЕИ) обухватају широк спектар тема и садрже различите аспекте постојеће економске науке. Објашњење овог феномена и историје ЕИ су за ову дисертацију битни зато што су ове теорије биле изузетно важне за послератну Европу и пракса европских интеграционих процеса на развој теорије.

Теорије ЕИ су базиране на теоријама и концепту међународне трговине, које се могу посматрати као наставак *поделе рада* економисте *Adam-a Smith-a*, коју је представио у XVIII веку. Такође је напоменуо да је подела рада условљена величином тржишта. Следећи корак у развоју теорије је направио *David Ricardo*, који је ову поделу аплицирао на државе кроз теорију компаративних предности. Наставак развоја теорије је уследио од стране *Eli Hecksner-a* и *Bertil Ohlin-a* са својим *Hecksner–Ohlin* моделом (H–O), који је наставио даљу елаборацију теорије компаративних предности. Следећи економиста који је дао допринос развоју теорије је *Paul Samuelson* са укључивањем покретљивости фактора – радне снаге и капитала.

Ове класичне (*Smith* и *Ricardo*) и неокласичне (*Hecksner*, *Ohlin* и *Samuelson*) теорије међународне трговине баве се компаративним предностима и ефектима смањења трговинских баријера и све оне *a priori* узимају границе држава као непроменљиву категорију у трговини. ЕИ иду корак даље и баве се укидањем дискриминационих мера. Док је H–O модел доминирао теоријом међународне трговине, прве теорије ЕИ су се базирале на претпоставци да слободна трговина има позитиван ефекат на опште благостање. Ово је било важно у доба британске доминације светском економијом и ставом немачког економисте *Friedrich List-a* да неразвијене и младе економије треба пустити да се развијају како би могле да се такмиче са развијеним економијама. У случају да се тако не поступи, ове слабо развијене економије неће имати ни прилику да се такмиче са далеко развијенијим економијама. Овај протекционизам би био привременог карактера у циљу обезбеђења фер

¹³ Турчиновић, Ф. (2002) *Економске интеграције и трговинске групације*. Београд: Мегатренд универзитет примењених наука у Београду. 11.

тржишних услова до увођења слободне трговине. У то време је Велика Британија била доминантна (1841) и пропагирала слободну трговину и управо на тај начин доминирала над засебним немачким државама. *List* је имао кључну улогу у развоју *Zollverein*-а, царинске уније између неуједињених немачких држава, као одговор на британску доминацију светском економијом. Такође, може се за *List*-а наћи да му је додељиван епитет економског националисте.¹⁴

Прекретница везана за ЕИ је била политичка, а везана је за идеју уједињења Европе након II светског рата. ЕИ је започела 1952. године са европском заједницом за угаљ и челик, а сам термин је још увек био релативно нов и двосмислен. Између осталих, треба истаћи холандског економисту *Jan*-а *Tinbergen*-а са својим радом, у првом издању 1945. године, *International Economic Co-operation* и другим издањем из 1954. године *International Economic Integration*. За друго издање и сам аутор истиче да је измењено из разлога брзих промена у економској мисли и реалних дешавања. Интеграцију су економисти употребљавали као хоризонталну (комбинација конкурената) и вертикалну (комбинација учесника у производном процесу – добављача и потрошача), али никада се није употребљавала на односе међу националним економијама. Први пут је, сем теоријске употребе (*Hecksner, Mercantilism*, енглески превод књиге из 1931), термин интеграцију употребио *Paul Hoffman*, директор *Economic Cooperation Administration*, организације која је спроводила *Marshall*-ов план, у свом говору 1949. године, где је назначено да Европа треба да формира заједничко тржиште попут тржишта у SAD.

Развој теорије наставио је *Viner*, који је формулисао теорију царинске уније 1950. године. Ова ЕИ представља другу форму интеграција, одмах након зоне слободне трговине, и она је у *Viner*-овом делу била детаљно објашњена. Формулисан је теоретски оквир који је касније критикован, испитиван и унапређиван. Са појавом ГАТТ-а и политичким притиском за дубљу интеграцију, *Viner* је био мотивисан да испитује оптималне трговинске споразуме. Његов рад су пратили са великим интересовањем и пуно му допринели *James E. Meade, Tibor Scitovsky, Jan Tinbergen* и *Richard C. Lipsey*. Док су *Viner* и остали економисти формулисали неопходне стимулусе за царинску унију (CU), *Tinbergen* је дефинисао потребне услове за

¹⁴ Robson, P. (1998) *The Economics of International Integration*. New York: Routledge. 7,8.

успешност једне CU. Други талас интересовања за ЕИ је подстакнут Римским споразумом из 1957. године.¹⁵

Viener-ов рад о функционисању CU први је тог типа и до детаља анализира добити од ЕИ са чисто економског становишта. Први пут је јасно идентификована разлика између могућих предности и мана ЕИ. Његова „статичка анализа“ ЕИ је изнедрила два појма.

Trade creation – салдо креирања трговинских токова. Дешава се када две земље или више земаља постану део трговинског споразума и трговина се премести са скупље на јефтинију земљу партнера у оквиру такве уније.

Trade diversion – салдо губитка/скретања трговинских токова. Случај када се увоз пребаци са јефтиног добављача из треће земље на скупљег добављача, земље чланице.

На основу квантификације салда ефеката креирања нових токова трговине или салда ефеката скретања може се дати оцена о успешности једне интеграције.

Главна сврха једне CU је да промени извор снабдевања. Уколико та промена иде од скупљег ка јефтинијем добављачу – земљи – тада се сматра да се CU креће ка ZST. Уколико је супротан смер промене, тада CU постаје ефективнија по питању царинских баријера.

Viener је истакао да величина игра велику улогу. Идентификовао је економију обима – *economy of scale*, где је исказао да, што је већа економска регија CU, вероватније да ће она функционисати у смеру ZST. Општи закључак *Viener*-ове теорије је исказао сам *Viener*, да је његово виђење и став ка CU негативно, где имамо цитат из његове књиге: „CU нису важне, и вероватно ће донети више добра него зла, уколико су између упоредивих земаља које примењују значајну заштиту или значајне сличне индустрије“¹⁶. У суштини, *Viener*-ова теорија прописује да су земље мотивисане да се интегришу уколико је вероватно да та интеграција донесе више статичких добити него губитака. Аутор у свом закључку позива на недискриминацију трговине на светском нивоу.

Закључак *Viener*-у и традиционалној теорији ЕИ, тј. теорији Царинске уније CU, дао је *Maede* у свом раду *The Theory of Customs Unions* из 1955. године, у смислу да је немогуће

¹⁵ Robson, P. (1998) op.cit. 9,10.

¹⁶ Viener, J. (1950) *The Customs Union Issue*. New York: Carnegie Endowment for International Peace.173.

дати суд у вези са CU уопштено. CU могу, а и не морају да буду инструмент који води већој економској употреби ресурса. Све зависи од специфичности везаних за сваки случај понаособ.¹⁷

Мађарски економиста *Bela Balassa* први је формулисао јасан оквир за теорију EI. Са својом књигом *The Theory of Economic Integration* (1961) он је пружио јасну дефиницију и објаснио циљеве, форме, ефекте и политичке аспекте једне EI. Он је систематизовао дотадашње доприносе од осталих економиста и ставио теорију CU у шири спектар EI.

По *Balassa*-у, дефиниција интеграције би била „укидање дискриминације у оквиру региона“. Интеграција може да има различито значење за свакога, али једно од многих корисних елемената *Balassa*-ове теорије је да она јасно дефинише интеграцију и јасно је раздваја од кооперације. Главни разлог студирања традиционалне теорије EI јесте процена пожељности царинске уније са становишта светског благостања користећи статичке ефекте као критеријум. Нове, динамичке теорије EI су увеле динамичке ефекте економских интеграција у анализу. *Balassa* истиче да је основна ставка било које интеграције елиминација трговинских баријера између две земље или више земаља. Он истиче да се традиционалне међународне теорије трговине баве ефектима смањења трговинских баријера, а да је потребан посебан теоријски оквир за проучавање EI. *Balassa* је идентификовао четири типа EI. То су Зона слободне трговине (ZST), Царинска унија (CU), Заједничко тржиште и Економска унија. Није неопходно пратити сваку од ових форми у процесу интеграције, нити треба посматрати последњу у низу као крајњи циљ. Свака форма може служити као крајњи циљ.¹⁸

У објашњавању EI незаобилазна је анализа теорије преференцијалних трговинских споразума (PTS). Ови споразуми имају највећу покривеност, тј. ширину свих аспеката споразума, у односу на ZST и CU, као и свих споразума који укључују делимичне трговинске преференце. Најнапреднија форма EI је економска унија, где би монетарна и фискална политика земаља чланица била хармонизована. Екстреман случај економске уније би могла

¹⁷ Catudal, H. M. (1951) Review of The Customs Union Issue, by Jacob Viner. U: AJIL.45 (1). Washington: The American Journal of International Law, 209.

¹⁸ Allen, R. L. (1963) Review of The Theory of Economic Integration, by Bela Balassa. U: UCP, *Economic Development and Cultural Change*. 11 (4). Chicago: The University of Chicago Press, 449.

да буде монетарна унија. Дobar пример би управо био пример Европске уније, која користи заједничку валуту – евро, оличење такве интеграције.¹⁹

Теорија PTS је прошла две фазе еволуције. Од традиционалних које објашњавају могуће добитке од трговине и ЕИ, тј. статичка анализа PTS, до савремених теорија ЕИ са променљивим економским условима и окружењем, тј. динамичка анализа.²⁰

Савремене економске интеграционе теорије су настале као надоградња на традиционалне са увођењем нових динамичких ефеката у анализу ефеката благостања насталих од ЕИ. Тренд који је ишао ка формирању PTS, вођени статичком анализом у смислу стварања и губљења трговинских токова, на почетку је био сматран правцем ка слободној трговини и оруђем за повећање реалног прихода. То је потврђено као погрешно током година. Balassa-ова динамичка теорија ЕИ је доказала да статичка анализа у смислу стварања и губитка трговинских токова није довољна да би се урадила анализа благостања настала од ЕИ.²¹ Аутори Schiff и Winters су дали резиме динамичких ефеката економских интеграционих шема као све што утиче на стопу економског раста једне земље на средњи рок. Основни динамички ефекти су економија обима, технолошке промене, утицај интеграције на структуру тржишта и конкуренцију, ризик и неизвесност и инвестициона активност.²²

2.1.3 Регионалне економске интеграције

Интеграције представљају процес комбиновања засебних економија у већу економску целину. Карактеристичан показатељ интеграција је пример њиховог развоја на регионалном нивоу – стварање свеобухватног регионалног економског окружења са заједничким наднационалним и међудржавним властима. Главни предуслов самог стварања и динамичког развоја економских интеграција је постојање коначног политичког консензуса учесника око

¹⁹ Panagariya, A. (2000) Preferential Trade Liberalization: The Traditional Theory and New Developments. *Journal of Economic Literature*. 38 (2). Sidney: JEL, 296.

²⁰ Bhagwati, J. i Panagariya, A. (1996) The Theory of Preferential Trade Agreements: Historical Evolution and Current Trends. U: *The American Economic Review*. 86 (2). Pittsburgh: AER, 83.

²¹ Balassa, B. (1961) op.cit. 179.

²² Schiff, M. i Winters, L. A. (1998) Dynamics and Politics in Regional Integration Arrangements: An Introduction. U: Schiff, M. i Winters, L. A., ur., *The World Bank Economic Review*. 12 (2). Washington: WBER. 189.

главних тачака за решавања, пре свега билатералних и мултилатералних односа у начелу. Њихова главна тачка интересовања је издвајање специфичних регионалних интереса. Ти интереси представљају покретачку снагу регионалне политике и економије. Ова снага регионалних интеграција своју логику узима из стандардне међународне теорије трговине, која каже да је слободна трговина корисна за све. Слободна трговина између две земље или више земаља или преференцијална трговина поправиће благостање земаља чланица. Пажњу треба обратити на салдо добитка и губитка у створеним трговинским токовима. Затим, ту постоје трошкови у преумеравању трговине од произвођача јефтиних производа ка произвођачима са скупљим производним портфолиом. *Viner* истиче да комплексност и јачина интеграције зависи од економске јачине чланица понаособ, као и снаге и позиције те интеграције у односу на светску привреду.²³

Регионалне економске интеграције – REI – свакако су на мањој скали од концепта интегрисане светске привреде, која ће још дуго представљати утопију, док су REI врло реалне. Кроз ове процесе се афирмише блиска сарадња земаља одређене регије у великом броју области, а посебно у економији и трговини.

Оне представљају процесе током којих се више различитих заокружених привредних целина, најчешће више држава у оквиру једне регије, интегрише у једну заокружену привредну целину. У оквиру те целине су отклоњене све препреке за кретање роба и свих фактора производње. Ове интеграције се деле на *функционалне* и *институционалне*.

Поставља се питање каква је разлика између функционалних и институционалних економских интеграција, где је главна разлика у носиоцима. Код функционалних интеграција носиоце представљају предузећа, у првом реду транснационалне корпорације, а мотивација за то је глобално пословање предузећа. Пошто су код институционалних интеграција носиоци државе, ово су у ствари регионалне економске интеграције. Оне се остварују склапањем међународних споразума међу државама које припадају одређеном региону и попримају различите институционалне облике, од најблажих до најразвијенијих.²⁴

У Регионалне економске интеграције, REI, улазе две земље или више земаља. Није нужно да припадају истом географском региону. У условима REI државе чланице се слажу

²³ Schiff, M. i Winters, L. A. (1998) op.cit. 178.

²⁴ Ковач, О. et. al. (2000) op.cit. 556.

да снизе царине и нецаринске баријере (између себе), тако да ће трансакциони трошкови бити снижени у нади да ће ово водити ка вишем нивоу благостања и економског развоја. Основна премиса на којој ови аргументи почивају је да је домаће тржиште мање него комбиновано тржиште REI и као такво неће имати економски утицај глобално уколико се та држава понаша унилатерално. Комбиновано тржиште ће резултирати у смањењу улазних трошкова као резултат проширења тржишта.

Регионалне економске заједнице могу да помогну земљама да усвоје политике, изграде институције и развију инфраструктуру потребну за проширење трговине добара и услуга. REI могу да помогну да се повећају користи које су се акумулирале у међународној трговини, истовремено смањујући повезане трошкове. REI поставља испред себе задатак да помогне земљама учесницама да са најмањим могућим губицима либерализују своју трговинску политику и смање ризик потенцијалних протекционистичких мера у делу трговине.²⁵

2.1.4 Историја регионалних економских интеграција

Постоји знатан број претеча појави REI и REI као претеча мултилатерализму. Можемо одређену REI датирати од ере стварања нација у Европи, као што је немачки *Zollverein*, формиран 1830. године, и пакт из Кобдена из 1860. између Француске и Велике Британије. Након II светског рата носилац и пример развоја REI биле су државе Западне Европе. Шездесетих и седамдесетих година постојала је презасићеност REI окренутих ка себи – интровертних, вођених малим бројем сопствених специфичних интереса (углавном неуспешних) међу земљама у развоју. Средином осамдесетих и деведесетих година прошлог века били смо сведоци значајног повећања у активности регионалног интегрисања међу земљама у развоју. Ове активности, за разлику од претходних, биле су интересно окренуте споља, сем уских интереса чланица обратила се пажња на екстерно окружење и позицију у светској привреди, тако да је промоција извоза била најважнији циљ.²⁶

²⁵ Limao, N. i Venables, A.J. (2001) Infrastructure, Geographical Disadvantage, Transport Costs and Trade. U: Limao, N. i Venables, A.J., ur., *World Bank Economic Review*. 15(3). Washington: WBER, 480.

²⁶ Lawrence, R. Z. (1997) Preferential Trading Arrangements: The Traditional and the New. U: Galal, A. i Hoekman, B., ur., *Regional Partners in Global Markets: Limits and Possibilities of the Euro-Med Agreements*. London: Center for Economic Policy Research. 23.

Постојало је пуно REI које је регистровао GATT, а по статистици Светске банке – SB. Све постојеће REI, у том тренутку, биле су интегрисане у Светску трговинску организацију STO (1995. године), која је тада формирана.²⁷

Нови трендови подстичу креирање нових и отворенијих REI. Имамо пример EU која од заједничког тржишта иде ка вишим облицима REI. Имамо пример код ASEAN да су чланице државе из исте географске регије и све су земље у развоју. Код NAFTA имамо пример интеграције две развијене земље, SAD-а и Канаде, са Мексиком – земљом у развоју.

REI се разликују у више аспеката, као што је нпр. ниво прихода. Управо је тај пример везан за NAFTA, где су опет SAD и Канада са високим приходом, а Мексико са средњим. У отворености трговине и проценту трговине која се одвија у оквиру једне регионалне економске интеграције код EU се највећи проценат трговине остварује у оквиру ове интеграције. Овде је и остварена дубља интеграција која подразумева заједничку управу по питању извршне, судске и законодавне власти и институција. Код свих осталих REI то је на много нижем нивоу. Нов талас REI се разликује од таласа који је био средином XX века у смислу оријентације и акцента на спољнотрговинску размену. У основи остаје иста основа која потиче од анализе коју је дао *Viner*, о ефектима креирања и скретања трговине, као и економији обима, што управо имамо јасно наглашено у раним EU интеграцијама.²⁸

Постоји и *Lawrence*-ов приказ једноставне компарација старог и новог типа регионализације, који је дат у следећој табели.

Табела 1. Стара и нова регионализација

Стара регионализација	Нова регионализација
Супституција извоза	Извозна оријентација
Планирана алокација ресурса	Тржишна алокација ресурса
Држава као носилац	Приватне фирме као носилац
Углавном индустријски производи	Сви производи, услуге и инвестиције

²⁷ Machlup, F. (1976) *Economic Integration: Worldwide, Regional and Sectoral*. London: Macmillan. 18.

²⁸ Panagariya, A. (2000) *op.cit.* 307.

Извор: Lawrence, R. Z. (1997) *Preferential Trading Arrangements: The Traditional and the New*. U: Galal, A. i Hoekman, B., ur., *Regional Partners in Global Markets: Limits and Possibilities of the Euro-Med Agreements*. London: Center for Economic Policy Research (CEPR), 23.

Студије које су се односиле на статичке ефекте и развој ЕИ до сада са *Viner*-ом на челу називају се још стара регионализација. Нова регионализација је представљена са динамичким ефектима попут повећане конкуренције, инвестиционих токова, економије обима, трансфер технологије и побољшана продуктивност.²⁹ Пример ЕУ се може узети за пример динамичких ефекта стварања и губљења инвестиција. Када су се баријере за инвестирање уклониле, дошло је до трансфера са скупог извора производње на јефтинији у оквиру уније. Супротан смер би дао као резултат PTS.³⁰

Нове теорије регионалне интеграције су настале са променом економског окружења и услова. Тренутни талас регионализма су подржале приватне фирме, а пример за то је НАФТА. Такође истиче да Директне стране инвестиције FDI (*Foreign direct investments*) брже расту у сектору услуга него добара. Само формирање REI шеме може довести до повећања FDI ка REI као целини. Поред FDI, и бржим технолошким променама може довести до значајног економског раста у земљама чланицама.

Било да су REI носиле етикету старе или нове регионализације, или првог, другог или трећег таласа, REI се анализирају путем статичких и динамичких ефеката.³¹

2.1.6 Примери и форме регионалних економских споразума

Постоје четири класична типа регионалних споразума. Најнижи облик би била Зона слободне трговине, па царинска унија, заједничко тржиште и на крају економска унија.³² У овом раду је дата проширена листа од шест типова економских интеграција.

²⁹ Bhagwati, J. (1993) *Regionalism and Multilateralism: An Overview*. Ur: De Melo, J., Arvind Panagariya, A., U. *New Dimensions in Regional Integration*. New York: Cambridge University Press. 37.

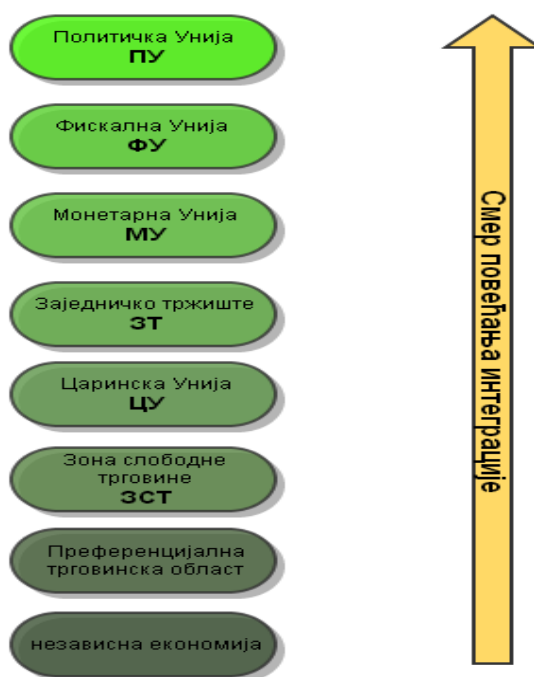
³⁰ Lawrence, R. Z. (1997) *op.cit.* 19.

³¹ Kalotay, K. (2007) *Investment Creation and Diversion in an Integrating Europe*. Geneva. UNCTAD. 61.

³² Balassa, B. (1976) *Types of Economic Integration*. U: Machlup, F., ur., *Economic Integration, Worldwide, Regional, Sectoral*. London: Macmillan. 22.

На Слици 1. дат је приказ целокупног тока интеграција, где се полази од државе као основе за интегрисање, затим PTS који је најелементарнији облик, класичних ЕИ, где су економска и монетарна унија представљене на слици као монетарна унија и додата још два типа ЕИ, а то су фискална и као крајњи облик ЕИ – политичка унија.

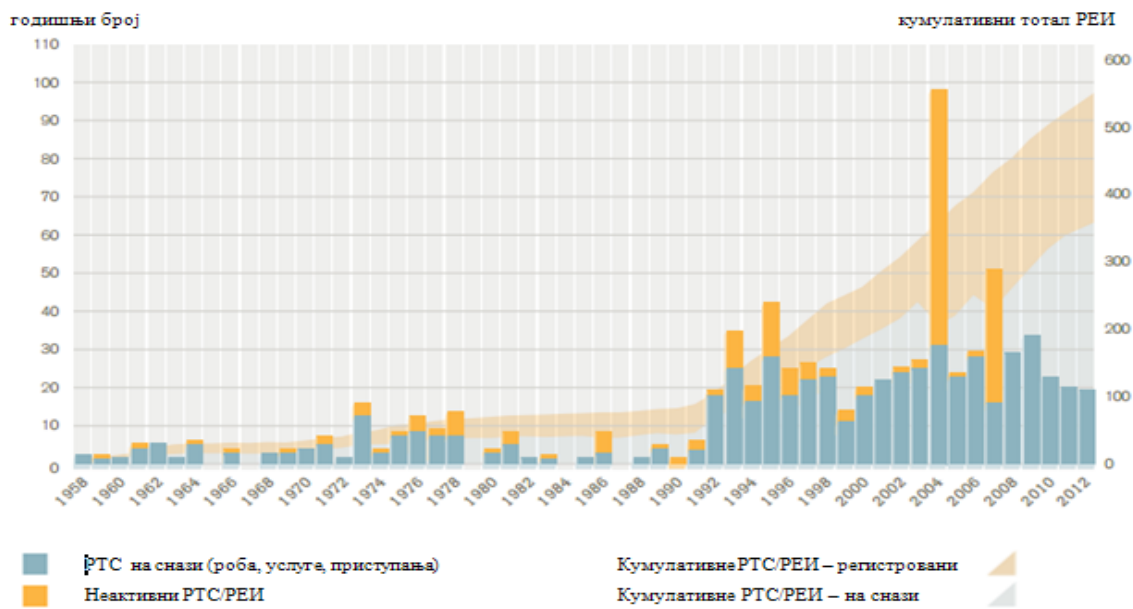
Слика 1. Ток интеграција



PTS, који формира преференцијалну трговинску област, неће се посебно анализирати јер представља основни споразум између две земље или више земаља о редуковању међусобних царинских стопа за одређене групе производа произведених у оквиру ове области, док имају слободу индивидуалног креирања царинских стопа, које су веће за те групе производа, ка другим земљама. Све интеграције у суштини представљају одређен вид PTS-а, који се надграђује на овај основни модел. Термин PTS има предност у ширини, у смислу да се може искористити у објашњењу ZST, CU и споразума који укључују парцијалне трговинске преференце.³³

Слика 2. RTS/REI које су регистровани GATT/СТО (1949–2012) на основу године ступања на снагу

³³ Panagariya, A. (2000) op.cit. 300.



Извор: WTO (2013) *Annual Report 2013*. Geneva: WTO, 61

Регионални трговински споразуми (RTS), односно REI представљају реципрочне трговинске односе између две земље или више партнер-држава. Овај тип повезивања је постао преовлађујући од раних деведесетих. Неких 583 споразума, закључно са 31. 1. 2014, регистровани су код ГАТТ/СТО, а од тог броја 377 њих је на снази. Од укупног броја споразума 411 је урађено у складу са Чланом XXIV (ГАТТ), 39 у складу са *Enabling clause* и 133 у складу са Чланом V (ГАТТ).

Укупан број RTS/REI на снази константно се повећава и очекује се да се тај тренд настави. Споразуми о ЗСТ и споразуми ограниченог дејства чине 90%, а СУ чине 90% од укупног броја регистрованих споразума.³⁴

2.1.6.1 Зона слободне трговине

ЗСТ, поред РТС, представља први корак у стварању и основну форму једне REI. Најбољи, концизан опис једне ЗСТ је следећи превод цитата Параграфа 8, Члана XXIV (ГАТТ), који каже:

³⁴ WTO (2014) *Regional Trade Agreements*. Geneva. World Trade Organisation. Dostupno na: http://www.wto.org/english/tratop_e/region_e/region_e.htm (30. 3. 2014)

„У сврси овог Споразума:

(б) Зона слободне трговине биће посматрана као средство групе од двеју или више царинских територија у којима се царине и друге рестриктивне регулативе за трговину... укидају, суштински на сву трговину међу тим државама на производе који потичу са тих територија.“³⁵

Царине се постепено укидају уз истовремено одржавање појединачних царинских баријера ка земљама које нису чланице REI. Сам процес уобичајено траје више година, у оквирима којег долази до реципрочног укидања царина и других нецаринских баријера. Успоставља се мораторијум на повећање царина. Ниједна чланица не може унилатерално да успостави нове царине или нецаринске баријере. Чланице ове REI формирају самостално царинске стопе ка земљама ван ове интеграције. У складу са спољнотрговинским околностима оне могу увести специјалне протекционистичке мере, њихово временско трајање, учесталост и остале појединости на основу овог споразума.

Предност оваквих споразума представља стабилније и предвидљивије трговинске политике земаља чланица. Споразум о ZST даје јаснији приказ испуњења обавеза земаља чланица у складу са уругвајском рундом преговора STO. Циљ је генерално унапређење политике спољне трговине и повећање флексибилности у односу на актуелну међународну праксу.³⁶ Озбиљну опасност по домаће произвођаче представља либерализација увоза, односно ступањем на снагу ZST. Могуће је да се извесне робе од земаља ван споразума увозе преко земље са најнижом царинском стопом и затим да се та роба дистрибуира земљама у оквиру споразума. Та пракса се редуцира претходним одобрењем промета робе на основу порекла, како једна од чланица не би користила трговинске токове зоне слободне трговине. Долази до повећања конкуренције на домаћем тржишту, што не мора да представља корисну ствар, посебно уколико је домаће тржиште неразвијеније од осталих чланица такве ZST. Повећава се ризик од банкрота домаћих произвођача због повећавања учешћа на тржишту инодобављача који су квалитетнији и конкурентнији. Субвенције државе морају постојати.

³⁵ WTO (2014) *The General Agreement on Tariffs and Trade (GATT 1947)*. Geneve: World Trade Organisation. Dostupno na: http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/gatt47_02_e.htm#articleXXIV (30. 3. 2014)

³⁶ Уругвајска рунда – мултилатерални преговори вођени у циљу либерализације међународне трговине који су почели 1986, а завршили се 1994. у Уругвају, под окриљем GATT (General Agreement on Tariffs and Trade). Најважнији документ је Споразум о стварању Светске трговинске организације.

Мада, чак и са субвенцијама, велика је вероватноћа да ће страни произвођачи консолидовати и истиснути домаће са тржишта.³⁷

2.1.6.2 Царинска унија

Као надоградња и следећи корак у економским интеграцијама, након зоне слободне трговине, долази царинска унија (CU). Она представља форму ZST и вид је заједничке заштите земаља те уније. Парафразирањем цитата Параграфа 8, Члана XXIV (GATT), каже се: „... царинска унија се може схватити као начин супституције једне царинске територије или више њих са јединственом. Царинске обавезе и друге рестриктивне регулативе се елиминишу, поштујући одрживост целокупне трговине. А исте царинске обавезе и иста трговинска регулатива ће се примењивати од свих чланица те уније ка државама ван ње.“³⁸

CU се може дефинисати као споразум између две земље или више земаља које су укинуле царине на међусобну трговину. У Члану XXIV GATT се исказује да царинска унија треба да замени неколико царинских територија у једну јединствену. Тада настају велике промене у структури производње и потрошње код земаља чланица. У оквиру такве Царинске уније долази до рационализације производње у складу са теоријом компаративних предности.

Након усвајања заједничке царинске тарифе међу чланицама земље потписнице усаглашавају и формулишу заједничку унифицирану трговинску и царинску политику ка трећим земљама. То имплицира губитак суверенитета, где су неке одлуке на наднационалном нивоу. Долази до извесног губитка у приходима земаља чланица, те се сходно томе поставља компензациони механизам. Све земље чланице те царинске уније су представљене као један ентитет на међународном нивоу.³⁹

Карактеристике везане за царинску унију би пре свега представљале:

³⁷ Bhagwati, J. i Panagariya, A. (1996) op.cit. 85.

³⁸ WTO (2014) *The General Agreement on Tariffs and Trade (GATT 1947)*. Geneve: World Trade Organisation. Dostupno na: http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/gatt47_02_e.htm#articleXXIV (30. 3. 2014).

³⁹Balassa, B. (1961) op.cit. 180.

- Заједнички сет царинских тарифа на увоз робе од земаља које нису чланице.
- Кретање робе без условљавања квотама међу чланицама, исте мере заштите, попут захтева санитарних инспекција везаних за стандард хране и сл.
- Регулација увоза од трећих земаља. Исти правилници рада царинских органа и процедура везаних за документацију. Заједничка номенклатура тарифа трговачке робе.
- Заједничке методе процене за постављање нове царинске стопе на робу.
- Изградња инфраструктуре (људских ресурса и објеката) за заједничку царинску администрацију.
- Заједничка трговинска политика пружа модус по којој се чланице односе са трећим земљама или трговинским блоковима ван ове царинске уније, као и правила за успостављање преференцијалних трговинских односа.

Теорија царинске уније се базира на претпоставкама савршене конкуренције и фактора тржишта. *Viner*-ова теорија индицира да су земље мотивисане за интеграцију, уколико ће иста произвести више добити од губитака у статичком смислу. Управо због овако стриктних претпоставки, услед несавршености тржишта, долази до стварања нове трговине и истовремено губитка, односно резултат је и позитиван и негативан.⁴⁰

Земље чланице WTO приступањем споразуму о оснивању WTO (основни споразум) су прихватиле обавезујуће споразуме који се морају применити без изузетка и који су утврдили оквире деловања ове организације.

- Општи споразум о царинама и трговини из 1994 године (ГАТТ је постао интегрални део WTO). У току преговора чланице су размениле листе концесија о смањењу или чак укидању царинских и нецаринских баријера у трговини робом. План је био да се смањивање царинских стопа обави у пет етапа. Свака земља чланица је морала да унесе концесиону листу, поред производа са царинском концесијом и свако повећање царина изнад консолидованог нивоа повлачи одређене санкције.

⁴⁰Martin, K. (1951) Review of the Customs Union Issue by Jacob Viner, *International Affairs* 27 (1). 75.

- Мултилатерални споразуми о трговини робом. Споразум о пољопривреди представља један од најважнијих резултата Уругвајске рунде из разлога што су пољопривредни производи имали висок степен заштите који се заснивао на нецаринским баријерама, као што су субвенције.⁴¹

Пример добити од трговине која настаје у случају набављања робе од државе чланице, од које се та роба раније није набављала. Она је сад јефтинија од увозне услед заштићености сада домаћег производа и утицаће на повећање благостања земље увознице. Пример за губитак добити, тј. за скретање трговинских токова, настаје када држава мора да откупљује скупљи производ од државе чланице, а прекида увоз јефтинијег производа од трећих земаља. У принципу, то би значило да умањење благостања услед губитка у трговини узрокују потрошачи, а не извозници из трећих земаља. Једна од претпоставки је била да ће трошкови производње остати константни, без обзира на обим производње. Самим тим, категорија профита произвођача није учествовала у овој анализи. У реалности трошкови су варијабилни, и као такви се узимају у анализама савремених теорија царинске уније⁴². Било која дискриминација код либерализације трговине може довести истовремено и до губитка и до стварања нових токова трговине. У својој анализи *Viner* се фокусирао на промене у дистрибуцији ресурса и ефикасност производње при креирању царинске уније. Та анализа се није бавила потражњом купаца у оквиру уније и њеним променама. Свако смањење цена ствара тзв. потрошачев вишак, док повећање цена тај вишак смањује. Управо тај потрошачев вишак би могао да компензује негативне ефекте губитка трговинских токова код произвођача, уз значајно смањење цена у локалу. Ово је, наравно, у контрадикторности са *Viner*-овом теоријом, где се истиче да управо ефекат скретања трговине као крајњи резултат увећава добробит самодоволне земље која је заштићена високим царинским стопама, односно не постоји еластичност тражње. Докле год је избор између губитка токова трговине и њеног непостојања, прва опција увек је избор који ће повећати благостање.⁴³

Када земље у оквиру царинске уније заврше на томе да купују од скупљег произвођача у оквиру уније а не више од јефтиног произвођача ван овог споразума,

⁴¹ Котлица С., Кнежевић Б., (2003), Економика међународног пословања, Мегатренд, Београд, стр.372.

⁴² Baldwin, R.E. (1994.) *Towards an Integrated Europe*. London: Centre for Economic Policy Research.118.

⁴³ Lipsey, R.G. (1957) The Theory of Customs Unions; Trade Diversion and Welfare. *Economica* 24. 43.

потрошачи су на добитку. Упркос предностима умањених царинских стопа које се преносе на умањење цена добара, приход земље ће се умањити услед губитка добити на умањеним царинским стопама. Ово је посебно актуелно за земље код којих је учешће трговине у ВДР веће и учешће прихода од царина у буџету такође. Докле год је потрошачев вишак већи од додатног трошка плаћеног произвођачу скупљих производа из земље партнера, постојаће и нето добитак благостања те земље. Овде се мора обратити пажња да се обим производње партнер земље мора повећавати и да буде базиран на производњи која се ослања на економију обима. Са друге стране имамо трговце који наглашавају да ће генерална добит бити само ако је нова нижа цена најмања на светском тржишту.

Споразум о трговини углугама GATS заснива се на три елемента: први је серија основних обавеза у вези са трговином услуга који ће се примењивати на све чланице СТО-а; други су националне листе концесија које садрже обавезе које ће бити предмет континуираног процеса либерализације; трећи чине анекси који се односе на специфичности либерализације појединих сектора услуга⁴⁴.

Може се направити дистинкција између два периода развоја регионалних економских интеграција, где је у првом нагласак на утицај царинске уније на производњу, где је представник економске анализе тог периода *Viner*, и период нагласка на потрошњу и трговинске токове, где су представници економске анализе *Maede* и *Lipsey*. То је период до шездесетих година, након којег долази до преиспитивања стварних разлога уласка у неку регионалну интеграцију, јер она не може да доведе до неког максималног повећања благостања у односу на глобалну интеграцију која би резултирала мултилатералном редукцијом царинских стопа и на тај начин допринела општем благостању⁴⁵.

Све до средине седамдесетих година теоретичари су били скептични по питању економске вредности царинске уније и регионалних економских интеграција, пошто су их сматрали за другоразредне у односу на мултилатералну либерализацију трговине коју је протежирао ГАТТ. Развој теорије о интраиндустријској трговини је актуелизовало питање корисности регионалне трговинске либерализације. Постојао је изванредан консензус око

⁴⁴ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*. Универзитет Сингидунум. Београд. 257.

⁴⁵Krauss, M. (1972.) Recent Developments in Customs Union Theory: An Interpretive Survey. *Journal of Economic Literature* 10. 423.

трговинских споразума попут царинске уније, где је истакнуто да постоји генерално раст благостања све док су споразуми регионално засновани и делом отворени за нове чланове. Такође, уз услов да чланице у заједничком наступу буду у стању да утичу на услове трговине у остатку света. Побољшање понуде у оквиру области ићи ће у прилог земљама ван интеграционог подручја, а такође и извозницима, јер ће се смањити фиксни трошкови за улазак на заједничко тржиште.⁴⁶

Из претходно наведене анализе може се констатовати чињеница да царинска унија води ка стварању токова трговине и економије обима. Укупна добит зависи од јачине утицаја који ће остварити стварање трговинских токова на индустријску производњу те економске интеграције. Стварање трговинских токова тако користи ефикаснијим произвођачима на рачун неефикасних и као резултат се добија повећање извоза и раст запослености.⁴⁷ Најпознатије, историјске ЦУ су *Zollverein*, Бенелукс и Европска економска заједница (EEZ).

2.1.6.3 Заједничко тржиште

Заједничко тржиште представља следећи, значајан квалитативан корак у економским интеграцијама, након царинске уније. Постоје три аспекта, са којих можемо посматрати успостављање и развој заједничког тржишта, и то политички, правни и економски. За први аспект, успостављање заједничког – унутрашњег тржишта, није само по себи циљ, већ средство и прелазна фаза ка остваривању економске, монетарне и политичке уније. Тако да је динамика његовог остваривања опредељена политичком вољом држава-чланица. Са правног аспекта се подразумева хармонизација правних и других односа и тиме обезбеђује функционисање у правно-техничком смислу заједничког тржишта. Економски, ово представља још један у низу корака, ка пуној економској интеграцији.

Једини пример овако високог нивоа интеграција би била Европска унија, чији темељ представља Царинска унија, која је важан елемент функционисања заједничког тржишта. Унутрашње тржиште се у *Single european act* (ступео на снагу 1987. године под *Delors*-овом комисијом) дефинише као једно подручје без унутрашњих граница, унутар кога је

⁴⁶ Martin, K. (1951) Review of The Customs Union Issue by Jacob Viner, *International Affairs* 27 (1). 75.

⁴⁷ Lipsey, R. G. (1960) The Theory of Customs Unions: A General Survey. *The Economic Journal*. 70 (279).

обезбеђено слободно кретање робе, људи, услуга и капитала, у складу са одредбама Уговора из Рима – *Treaty of Rome* из 1957. године.⁴⁸ На њеном примеру се могу дати практични закључци и процене. Заједничко тржиште ЕУ је један од препознатљивих симбола европске интеграције генерално. Оно представља само језгро ЕУ које се развија још од 1957. године и оснивања Европске економске заједнице, а 1993. године ЕУ остварује статус заједничког тржишта. Са развојем сличних интеграционих шема у будућности неминовно је да се појаве нови елементи, који ће имати и различитости у односу на праксу ЕУ. А најпознатији симбол ЕУ представља евро као репрезент заједничког тржишта и монетарне уније.

Заједничко тржиште обезбеђује примену неколико главних заједничких циљева који се не могу применити у оквиру царинске уније. Но, без обзира на све, заједничко тржиште представља вид царинске уније. Овај тип ЕИ укључује царинску унију, односно слободно кретање материјалних добара – робе унутар држава чланица овог типа интеграција, а сада и слободно кретање нематеријалних добара, фактора производње – радне снаге, услуга и капитала. Уз уклањање царинских стопа долази и до уклањања и умањења нецаринских баријера (физичких, пореских и техничких) у међусобној трговини држава чланица. Односи са трећим државама се могу уредити различито, уз већи или мањи степен заједничког деловања, али то није довољно.⁴⁹

Да би заједничко тржиште било успешно, морају се поставити задаци развоја појединачних грана индустрије, у складу са даљим циљевима интеграције. Мора се остварити значајан ниво хармонизације микроекономских политика и заједничких регулатива везаних за монопол и подстицање конкуренције на тржишту, уз обраћање пажње на социјалне импликације и трендове на светском тржишту. Није случајно да је ЕУ у току своје транзиције ка заједничком тржишту потенцирала пољопривреду и транспорт. То су управо предуслови за слободно кретање капитала, радне снаге, услуга и информација. На тај начин се обезбеђује неометано кретање добара.⁵⁰

⁴⁸EC (2014) *THE TREATY OF ROME*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/archives/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf (1. 3. 2014)

⁴⁹ Bhagwati, J. (1993) op.cit. 40.

⁵⁰ Schiff, M. i Winters, L. A. (1998) Dynamics and Politics in Regional Integration Arrangements: An Introduction. U: Schiff, M. i Winters, L. A., ur., *The World Bank Economic Review*. 12 (2). Washington: WBER. 178.

2.1.6.4 Економска унија

Корак у економским интеграцијама, комплекснији и дубљи од претходних, представља економску унију. Она пак представља интеграцију која се односи на земље чланице у оквиру једног блока са заједничким тржиштем и заједничком политиком ка трећим земљама. У оквиру ове интеграције земље чланице су слободне да делују самостално у складу са циљевима својих макрополитика. Претходно стварање заједничког тржишта је било у сврси стварања темеља једног јединственог економског, правног и информационог простора и стварања подстицаја за транзицијом на нови, функционалнији ниво који је репрезентован у економској унији.

Како је ЕУ једини пример интеграције која је прошла скоро све фазе ЕИ, она може послужити као основ за објашњење економске и монетарне уније. Ова два појма су међусобно комплементарна и постоје мало елемената који их раздвајају. У Европи је 1993. године почело функционисање заједничког тржишта. Одмах је постављен задатак остварења економске и монетарне уније – ЕМУ. На основу тога се може рећи да економска унија представља транзициони облик функционисања ка остварењу модела функционисања једне монетарне уније.⁵¹ Ово не значи да ће се на овај начин формирати нити да ће функционисати неке будуће економске уније код других интеграционих групација, попут функционисања економске уније на примеру ЕУ, где се главне одлуке каналишу кроз Савет министара земаља чланица. Све одлуке се доносе у складу са економским развојем сваке чланице понаособ и уније као целине. Уколико дође до недоследности у економској политици, која омета нормално функционисање уније, тада Савет министара интервенише у смислу доношења правних и економских мера и одлука обавезујућих по чланице, а у смислу превазилажења потешкоћа у функционисању уније. Економска унија, као што је речено, обезбеђује слободно кретање робе и фактора производње између земаља чланица и усклађену спољну трговинску политику. Да би овакав тип ЕИ – економска унија – што оптималније функционисала, потребна јој је заједничка валута, хармонизација царинских стопа земаља чланица, као и заједничка монетарна и фискална политика. Економска унија која функционише на простору ЕУ није савршена, пошто неке чланице нису усвојиле евро,

⁵¹ EC (2012) *Annual Report 2005 on the European Community's Development Policy and the Implementation of External Assistance in 2004*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/europeaid/multimedia/publications/publications/annual-reports/2005_en.htm (1. 3. 2014).

постоје још увек различите пореске политике и одсуство контроле државних дефицита. У оквиру контроле девизних курсева ЕУ је успоставила прво систем ЕRM I и сада ЕRM II, као наследника претходног система.⁵² Економска унија се на простору Европе развијала од секторске интеграције, институционализована са Споразумом из Рима и послужила као основа за стварање ЕМУ.⁵³

2.1.6.5 Монетарна унија

Монетарна унија је комплементарна са већ постојећим споразумом и системом заједничког тржишта. У односу на економску унију она себи придодаје јединствену монетарну политику и транзицију ка систему са јединственом валутом. Обезбеђује потпуну конвертибилност валута кроз фиксирани валутне стопе, а може имати и заједничку монету која циркулише у земљама чланицама. Представља висок степен интеграције макроекономских политика. Може се јавити и као комбинација економске и монетарне уније. Једна од најтежих фаза интеграције еврозоне представља транзиција од заједничког тржишта и економске уније до монетарне уније ЕМУ, која је заснована на јединственој монетарној политици и заједничкој европској валути – еврo. За то имамо пример у оквиру ЕУ-18, државе чланице које су усвојиле евро као националну валуту, у чијем случају ово представља екстремну форму режима фиксних курсева. Ово подразумева постојање заједничког девизног курса, заједничке монетарне политике, заједничке каматне стопе и заједничке регулације количине новца у оптицају. У циљу спровођења заједничке политике формирају се наднационална економска тела, чије су одлуке обавезујуће за факторе одлучивања у земљама чланицама уније, које уступају контролу над штампањем новца.

Независном монетарном политиком руководи наднационална централна банка у координацији са националним централним банкама, као што је то случај у ЕУ. Она подржава одрживи економски раст и високу запосленост кроз имплементацију ефективне монетарне политике са циљем постизања и одржавања стабилног нивоа цена. Како монетарна унија има

⁵² EC (2013) Economic and Financial Affairs: What is ERM II?. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm (16. 6. 2014).

⁵³ Девизни курс и дефицит платног биланса (2011) Научна конференција: Институционална решења и транзициони процеси. Зборник радова 12/11. Економски факултет, Крагујевац, 315.

само једну валуту, мора се постићи концензус о јединственој монетарној политици која ће се примењивати на привредне циклусе свих земаља чланица.

Ретки су примери монетарних унија који су претходили стварању ЕМУ, попут *Zollverein*, Латинске монетарне уније – Француска, Белгија, Италија и Швајцарска од 1865. до Првог светског рата – и других када, на пример, сиромашна земља усвоји монету већег и богатијег трговинског партнера. Формирање ЕМУ од стране богатих земаља је експеримент без преседана у међународним монетарним споразумима. Треба напоменути да је мотивација за формирање Европске монетарне уније била пре свега политичка, а не економска.

За економске чиниоце јединствена монетарна политика и валута значи јединство монетарне и девизне политике. Посматрано са тачке берзанског пословања, ово представља велико олакшање, уштеду, транспарентност и смањење ризика у пословању. Монетарна унија доприноси побољшању пословног амбијента и промоцији међународне трговине. Путем наднационалних тела, попут ЕЦБ, координише се економска политика држава чланица и тиме обезбеђује несметано функционисање јединственог тржишта. Сама транспарентност која се огледа кроз јединствену валуту – евро – довешће до повећања конкуренције.

Развој монетарне уније у Европи био је постепен политички процес. Монетарна унија је јасно стављена као циљ још 1969. године у извештају, али све до 1989. године нису предузети конкретни кораци, све до Д комисије. У току процеса су постављени и мастришки критеријуми 1992. године, где фискални критеријуми нису били стриктно примењивани. Монетарна унија је формално почела да егзистира 1999. године, али није у потпуности профункционисала, све до почетка циркулације заједничке валуте 2002. године.

Надоградња на Монетарну унију представља Фискална унија. Она није остављена да се посматра засебно услед своје блиске и нераздвојиве повезаности са Монетарном унијом и суштински представља њену надоградњу. Представља аранжман на основу кога се иде у даљу хармонизацију пореза и заједничког договора о дефицитима и суфицитима националних буџета, као и око нивоа јавног задуживања и трошења. ЕМУ је у протеклом периоду имала и има тешкоћа у функционисању, а поготову у области фискалних ограничења која су се у ранијем периоду конформно примењивала, што је пре свега утицало

на то да неке државе чланице стварају огромне фискалне дефиците, пре свега Грчка, Шпанија и Ирска.⁵⁴

Макроекономске неравнотеже и неефикасност јединствене монетарне политике у спречавању асиметричних шокова у оквиру уније обично прате проблеми ликвидности и солвентности. Постоје два пута за решавање, а то је распад такве уније или јачање фискалне контроле. Јединствена валута услед режима фиксних девизних курсева ограничава потенцијал монетарне политике да решава овакве шокове. Врло је важно да се поставе додатни фискални споразуми који би решили оваква питања и самим тим се таква унија приближава идејама изворне теорије оптималних валутних подручја.⁵⁵

Теорија оптималних валутних подручја третира питање одређивања оптималних услова под којима би одређени интеграциони региони могли да имају јединствену валуту која је одржива, а све у циљу максимизације економске ефикасности. О томе ће бити речи касније у овој глави.

2.1.6.6 Политичка унија

Политичка унија представља транзицију од ЕИ ка уједињеним државама, конфедералног или федералног типа. Пут до комплетне економске интеграције, поготову у највишим фазама развоја, јесте и најосетљивији. Поред остварених циљева, попут јединственог тржишта, јединствене валуте, заједничке монетарне политике усклађене са фискалном, укратко, хармонизацијом свих политика, остаје још остварење политичке уније као логичког завршетка целокупног процеса. Покретачка снага овог концепта су политички фактори, где унија решава потребе земаља чланица у здруженом напору. Сама транзиција у економску, односно монетарну унију поставила је испред себе задатак координације бирократије, тако да сваки грађанин, било које државе чланице, може да јој се обрати. Решавање овога би било у креирању политичке уније, чији би централни систем одлучивања (политичког порекла) био инволвиран у економске и социјалне послове и питања иностраних послова сваке државе чланице.

⁵⁴ Bergin, P. (2008) The Concise Encyclopedia of Economics: Monetary Union. *Library of Economics and Liberty*. Dostupno na: <http://www.econlib.org/library/Enc/MonetaryUnion.html> (16. 6. 2014).

⁵⁵ Werning, I., Farhi, E.(2012) FISCAL UNIONS. *NBER working paper series*. USA. Cambridge.NBER. 5.

EU је на путу да оствари делимичну политичку унију. Представнике европског парламента, чија је улога све значајнија, изабрали су грађани земаља чланица, а Савет министара, тело које доноси одлуке, представници влада. Споразум из Мастрихта је обезбедио услове за јединствену монетарну политику, али је оставио економску, фискалну и социјалну политику на националним владама. ЕСВ је задужена за монетарну политику, а споразум тада није решио питање институције која би се бавила фискалном политиком ЕУ. Тренутно, ЕУ је пред избором процеса даљег јачања политичке уније кроз националне скупштине или даљи развој постојећих ЕУ институција. Закључак је да су ови процеси комплементарни и да ће се паралелно одвијати.

Сједињене Америчке Државе – САД – представљају пример блиске политичке уније, где су независне државе биле ефикасно сједињене у једну нацију, што би био један од путева развоја ЕУ.⁵⁶

2.1.7 Дефинисање и аспекти новог таласа регионализма

REI су временом постале обимније и комплексније у смислу области које обухватају и инструмената спровођења њихове политике. Државе у циљу стварања REI улазе у стварање обимних институционалних споразума у циљу укидања међусобних царинских баријера. Разлози стварања REI могу бити разни, попут политичких и безбедоносних, као и због могућности бржег остваривања просперитета кроз REI. Политике развоја земаља у оквиру REI су усмерене на стратегије које су спољно оријентисане. Те стратегије умањују губитке који се јављају услед губитка трговинских токова. Добит од простог статичког увећања трговинских токова *trade creation* није више основни мотив. Додатне мотиве представљају добити од редукције административних и трансакционих трошкова и других трговинских баријера, као и превазилажење фрагментације тржишта. То се може видети у повећаној конкуренцији и смањењу трошкова производње. Услед боље доступности информација о ценама, потрошачким навикама и нижим ценама транспорта, државе се прво одлучују за REI, па тек онда на тражење трговинских аранжмана са остатком света. Интеграције на бази север–југ више ће допринети земљама у развоју. Пре свега што су развијене, индустријске земље међу најефикаснијим добављачима у свету, и трошкови скретања трговинских трошкова, *trade diversion*, код пребацивања са јефтинијег светског добављача на скупљег из

⁵⁶ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106. 1113.

REI биће умањени.⁵⁷ Мањи недостаци компанија са севера, попут мало вишег нивоа цена производа, могу значајно да коштају јужне партнере због великог обима трговинске размене. Уколико земља партнер са југа настави са увозом из остатка света без обзира на високе стопе, цене на њиховом тржишту неће пасти на ниво северног партнера. Тада ће доћи до значајног преноса добити створене од потрошача са југа ка извозним фирмама са севера. Друга битна ствар за земље у развоју јесте да ће кредибилитет своје политике развоја, поготову за земље са југа, остварити преко партнера са севера који има кредибилитет код инвеститора.⁵⁸

Једна од карактеристика савремених REI је да се иде корак даље у односу на либерализацију трговине производа и актуелизује либерализација трговине услугама. Добити од уклањања ограничења у трговини услугама, које више прожимају земље у развоју у односу на трговину производима, даће веће резултате од оних усмерених ка даљој трговинској либерализацији. Досадашња разматрања у случају прекограничне сарадње је да је уобичајено да произвођач буде близу потрошачу. Сада се у анализи прекограничне трговине обухватају и FDI и страни индивидуални понуђачи услуга. Повлашћен статус у давању тих услуга се ретко регулише кроз царинске стопе, већ кроз ограничавајућа правила и прописе. Ту је добар пример ограничен број телекомуникационих оператера у једној земљи, условљен пласман преко квота, ограничења у власништву странаца – попут пољопривредног земљишта и друго. Уколико земља домаћин задржи ограничења ка страним пружаоцима услуга, без акумулирања добити или прихода за државу или домаће тржиште, тада ће општи бољитак бити повећан са преференцијалном либерализацијом. Мултилатерална либерализација под GATS би овде дала још боље резултате у односу на регионализацију. Поготову у случају земаља у развоју, јер би највероватније најбољи понуђач на светском нивоу била нека трећа земља, земља ван интеграције. Овде су трошкови од губитка

⁵⁷ Venables, A. (1999) *Regional integration agreements: a force for convergence and divergence?*. Annual World Bank Conference on Development Economics, Paris, Working paper 2260. New York: WB. 13.

⁵⁸ Schiff, M., Winters, A. (2003) *Regional Integration and Development*. Washington: Oxford University Press. 125.

трговинских токова и пребацивање на нове, као и трошкови од нецаринских баријера, далеко мањи него у случају класичне трговине готовим производима.⁵⁹

REI су препознатљиво обележје међународне трговине у периоду после II светског рата. Идентификују се три таласа регионализма. Први талас и претеча регионализације је у виду Римског споразума из 1957. године о Европској економској заједници. Углавном су све иницијативе у смислу регионализације пропале услед непостојања ширине и искључиве окренутости ка себи. Други разлог је растући утицај мултилатералне либерализације седамдесетих и осамдесетих година, који је маргинализовао значај регионализације.

Други талас регионализма настаје у другој половини осамдесетих година. Настаје услед слабог напретка у оквиру Уругвајске рунде преговора ГАТТ, као и очигледног успеха у формирању јединственог европског тржишта. Затим, ту је окретање политике САД ка регионализму у виду северноамеричког споразума о слободној трговини, НАФТА. У Латинској Америци су настали споразуми попут MERCOSUR. У Азији је ASEAN покренуо иницијативу за формирање ASEAN зоне слободне трговине – АФТА и Азијско-пацифичка економска кооперација АПЕС се обавезала на либерализацију трговине на непреференцијалној основи. Ове REI представљају најочљивије примере овог таласа регионализације. Трећи талас је у току, и почиње од датума оснивања STO, тј. од 1995. године.

Структура REI је различита и све комплекснија услед преклапања REI и њихових мрежа, као и њихове заступљености на више континената. Најједноставнији, основни споразум између двеју држава представља билатерални. Данас постоје мултилатерални међудржавни споразуми у оквиру једне REI, где се очекује и скоро потписивање споразума између самих REI.

До деведесетих година на снази су биле REI које се нису преклапале у смислу земаља потписница, циљева и средстава за њихово остваривање, што више није случај. Затим, постоји север–југ интеграциона шема између развијених земаља и земаља у развоју. Нови споразуми обухватају чланице више различитих региона света и појаву великих

⁵⁹ Mattoo, A. i Fink, C. (2002) *Regional Agreements and Trade in Services: Policy Issues*. World Bank Policy Research Working Paper 2852. Washington: WB. 14.

континенталних REI попут EU. Постоје и друге у процесу настајања где су окарактерисане као билатерализам у комбинацији са континентализмом.⁶⁰

Битан елемент једне REI представља сам носилац те регионалне интеграције. У случају Европе имамо наднационалну организацију у виду EU и њених инструмената деловања. То се може видети из више закључака Европске комисије које је 1996, 1997. и 1998. године објављивала европска комисија. У тој студији се, између осталог, истиче да је регионална интеграција међу земљама у развоју део шире стратегије у циљу промоције равномерног развоја и да то није крај пута. Студија истиче да ће се повећати конкуренција, смањити приватни трансакциони трошкови, омогућити фирмама да искористе на најбољи начин економију обима и подстакну FDI. REI треба да буду отворене ка светском тржишту на такав начин да одржавају царинске стопе на нивоу који не доводи до губитка трговинских токова. Регионална политика, отвореност и јединствена стратегија либерализације предуслови су непонављања случајева из прошлости – попут неуспеха REI, а и да би се умањили трошкови прилагођавања економија. Ово је посебно важно за земље у развоју због високих трошкова унилатералне либерализације трговине.⁶¹

У случају кад једна држава унилатерално укине царинске стопе јављају се три ефекта. Први ефекат било би снижење и усклађивање домаћих цена са светским ценама, где би профитирали домаћи потрошачи, затим губитак профита домаћих произвођача и губитак прихода од царина. Генерално, у овом случају добит потрошача је већа од губитака који се јављају.

Смањење дискриминишућих царина доводи до двојаког ефекта, стварања и губљења трговинских токова. Држава домаћин у овом случају укида царинске баријере са партнерима, али их оставља на снази са остатком света. Креирање трговинских токова се дешава само у случају када преференцијална либерализација омогући земљи партнеру, која је већ јефтин добављач, да извози више у земљу домаћина на уштрб неефикасних предузећа у тој земљи.

⁶⁰ Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature* 35, 688.

⁶¹ European Commission (2010) European Commission, Archives, European Council: Amsterdam EC 1997. Dostupno na: http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/032a0006.htm (18. 6. 2014).

Уколико се задрже царинске стопе ка остатку света, постоји могућност да се земља домаћин пребаци на скупљег добављача из земље партнера. И у том случају земља партнер повећава извоз ка земљи домаћину на конто извоза из трећих земаља. Ово се све дешава услед укидања царинских стопа ка партнер земљи. Добит потрошача је сада мања у односу на губитке прихода од царина. Ово би био случај када је земља партнер мање ефикасна од трећих земаља и тада се цена у земљи домаћину не спушта на ниво светских цена. Ово је на примеру двеју земаља у оквиру REI. У савременој теорији регионализације постоји могућност позитивног биланса код скретања трговинских токова у случају више партнер земаља. Генерално, губитак или скретање трговинских токова представља губитак за REI.

На примеру REI која је велика у светским оквирима захтеви које она поставља на увоз добара из света утичу директно на формирање тих цена. Сама REI има колективне добити од регионалне интеграције. REI умањује добит од фирми из остатка света и на основу тога повећава добит потрошача и REI као целине преко трговинских услова и мањих трошкова у своју корист. Поред саме снаге тржишта која се увећава са формирањем REI долази и до повећања преговарачке моћи. Сама логика казује да чланице заједно имају много већу моћ него појединачно.⁶²

Одрживост једне REI зависи и од ефеката размене, односно трансферних ефеката. Постоји позитиван трансфер када се постижу боље цене за извоз на тржиштима земаља партнера након укидања царина, док расте цена увоза, што представља негативан трансфер, уколико земља домаћин и након формирања REI настави са увозом од трећих земаља. Резултат тога би био да посматрана земља домаћин има цене на светском нивоу увећане за царине. Сада земља партнер може да продаје по домаћим ценама у посматраној земљи домаћину. Земља домаћин сада губи приход од царина и издваја више средстава него пре увођења REI за увоз од те земље партнера. Уколико је и случај да је земља партнер

⁶² Schiff, M. i Winters, A. (2002) Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration. *Policy Research Working Paper 2872*, Development Research Group. Washington: World Bank. 5.

развијенија од земље домаћина, тада су трансфери регресивни, односно размена, и током времена доћи ће у питање одрживост такве једне REI.⁶³

Предуслови и околности за општи бољитак и успешну интеграцију био би случај када су царине и нецаринске баријере земаља чланица високе пре интеграције, пошто овакве околности представљају оптималне услове за стварање нових трговинских токова. Географска близина чланица имплицира мање трансакционе трошкове као што су превоз и комуникација. Минимизација могућности губитка трговинских токова је у случају да су царине и нецаринске баријере ка трећим земљама ниске након формирања REI. Такође, један од предуслова општег бољитка био би да чланице имају комплементарне економске структуре јер ће тада доћи до интраиндустријске специјализације. Услов који се узима као битан за немогућност формирања једне REI био би да земље у процесу интеграције остварују врло низак ниво трговинске размене.

Оптимална група земаља за једну REI биле би оне земље које имају упоредиве нивое развоја са различитим комплементарним ресурсним базама. У том случају би се постигао максимум ефеката од регионализације и не би постојала бојазан да би расподела добити ишла у корист богатијих земаља на рачун сиромашнијих чланица.

2.1.8 Додатне добити од интеграција кроз модерне доприносе

У разматрању економских интеграција у склопу традиционалних интеграционих теорија као полазну основу је имала савршену конкуренцију (*Viener, 1950*), а добит настаје услед реалокације ресурса у складу са њеним компаративним предностима. Савремени модели узимају у обзир несавршену конкуренцију, економију обима и диференцијацију производа и друге који су раније поменути. Нагласак је на такмичарским ефектима привреде великих тржишта, а не на компаративним предностима.⁶⁴

Мања домаћа тржишта не могу да подрже велики број предузећа, тако да постојећа предузећа, користећи то, у међусобном договору држе виши ниво цена, тј. задржавају већу

⁶³ Hoekman, B. i Schiff, M. (2002) Trade Policy Questions and Guidelines: Benefiting from Regional Integration. U: Hoekman, B., Mattoo A. i English, P., ur., *Development, Trade and the WTO: A Handbook*. Washington: World Bank, 549.

⁶⁴ Allen, R. L. (1963) op.cit. 451.

маржу. То се мења са уклањањем царина и нецаринских баријера. Већа тржишта као резултат REI пружају могућност фирмама да користе економију обима. На тај начин долази до смањења трошкова и цена ка локалним потрошачима. Повећава се разноврсност и асортиман производа доступан потрошачима. Интрарегионална трговина се повећава и узима форму интраиндустријске трговине. Такав пример постоји у оквиру EU где се размењују слични производи, попут „Реноових“ и „Мерцедесових“ аутомобила између Немачке и Француске, пре него што постоји класична интратрговинска размена аутомобила из Немачке и вина из Португала, што би било претпостављено на бази компаративних предности.

Што је интеграција ефикаснија, тако ће привући већи ниво инвестиција. Тада долази до ефекта средњорочног раста. Уколико се инвестиције вежу за технолошки напредак и акумулацију људских ресурса у новим ендогеним моделима раста, тада се може очекивати и повећање стопе раста и на дужи рок. Ово представља акумулацију ефеката раста и модеран допринос у оквиру REI. Један од тих доприноса био би ефекат инвестиција. Сада се даје већи акценат на утицај регионалних интеграција на производњу у односу на ефекат FDI и ефекат стварања и губитка инвестиција. Затим, јако битан допринос представљају трансакциони трошкови и регулаторне баријере. Класична теорија царинске уније је развијана у контексту укидања царина, а ефекти благостања једне економске интеграције могу бити различити уколико су баријере које се укидају оне које увећавају трошкове. Данас постоји већа свест сада него раније о важности баријера које повећавају трансакционе трошкове и спречавају трговину. Нагласак на кредибилитету претпоставља постојање механизма који ће обезбедити примену и испуњење обавеза које је једна земља преузела приликом приступања REI. Уколико имамо одсуство кредибилитета, тада постоји неизвесност међу инвеститорима и тада је јако тешко утицати на њих. Тако да је важност кредибилитета такође један од битних модерних доприноса теоријама REI. Без обзира на привлачност постојања ових ефеката код једне REI, тврдње и аргументи нису децидирано потврђени теоријски и емпиријски. Постојећа теорија и пракса сугеришу да су добити мање од описиваних.⁶⁵

2.1.9 Интеграција кроз развојни регионализам и регулаторну координацију

Постојећи индустријски капацитети код развијених индустријализованих земаља релативно су мали у односу на снагу њихових економија или планираног развоја. Процеси

⁶⁵ Bhagwati, J., Greenaway, D. i Panagariya, A. (1998) Trading Preferentially: Theory and Policy. *Economic Journal*, 108 (449). 1133.

регионализације погодују тим земљама у циљу реалокације ресурса, али су статички добици од креирања нових трговинских токова са земљама чланицама релативно мали за такве земље.⁶⁶

Са друге стране, за земље у развоју смисао за улазак у неку REI лежи у развоју нових индустрија кроз прекограничну сарадњу да би се искористила предност економије обима. Тако да регионална интеграција, условно говорећи, представља инструмент политике развоја индустрије. Неопходно је обратити пажњу на политичке и економске разлоге креирања једне REI, јер њихово неиспуњавање доводи до неуспеха једне REI. По питању политичких услова, неефикасна природа оваквих аранжмана је повезана са недостатком посвећености у примени регионалне трговинске либерализације и неспособности земаља чланица да регионалне циљеве ставе испред сопствених. У погледу економских услова, неефикасна природа оваквих аранжмана за земље у развоју повезана је са мноштвом разлога. Пре свега, ту се истиче разлика у почетним условима, као различити нивои прихода и различит степен индустријског развоја који су учинили добит од трговине неуједначеном. Сличне структуре индустријске производње и низак ниво иницијалне интеграције, макроекономске неравнотеже, као и други разлози чине отежавајуће факторе у интеграцији земаља у развоју.

Приступ развојног регионализма исказује негативне карактеристике у смислу традиционалног приступа (*Viener*) у оквиру стварања и губитка трговинских токова. Гледајући из перспективе тог оквира, што је већи удео трећих земаља у увозу, већи је губитак царина код формирања REI. То је посебно наглашено код земаља у развоју које имају изражену међурегионалну зависност и високе царине. Тако да је потпуно разумљив толики број неуспеха REI земаља у развоју и њихов подређенији статус у односу на развијеније земље. Прописи на националном нивоу могу постати озбиљна препрека трговини након укидања царина и царинских баријера, уколико пре тога није извршена хармонизација националних прописа. Услед неуспеха тржишта државе морају да уведу регулативу која решава проблеме асиметричности информација, екстерналија и природног монопола. Када програми либерализације почну да се реализују, долазиће до разних економских и политичких прилагођавања. Та прилагођавања су један од узрока конфликта међу партнерима јер утичу на будућу

⁶⁶ Neal L. (2007) *The Economics of Europe and the European Union*, Cambridge: Cambridge University Press. 611.

распodelу трошкова и добити од REI.⁶⁷ Долази до појаве лобирања домаћих произвођача за постављањем регулатива које су суштински протекционистичке. Паралелно са светским процесом у оквиру мултилатералног трговинског система, умањења протекционистичких регулатива, неке REI попут EU поставиле су стратегију развоја регулаторне координације у циљу умањења утицаја сегментације тржишта, настале као продукт разлике у националним регулативама. REI у већини случајева суштински представљају, условно речено, лабораторије у којима се пробају различити приступи регулационе координације, које касније користе као важно практично искуство у мултилатералним преговорима у оквиру STO.⁶⁸

У циљу спровођења регулаторне кооперације поставља се избор између хармонизације регулатива и стандарда и међусобног признавања у оквиру националних политика. Ефекат сегментације тржишта, узрокован разликама у националним стандардима, уклања се хармонизацијом. То се постиже усвајањем истих регулатива и стандарда у целој REI. Овде је јако битно међусобно поверење међу државама у примени заједничких стандарда. На примеру EU се види да процес хармонизације представља дуг процес, а међусобно признавање као основа за прихватање и усвајање различитих националних регулатива приступ је који се користи у пракси када разлика у националним програмима није велика. У пракси се показује да су међусобно признавање регулативе и хармонизација пре комплементарни фактори него алтернативе. Приступ у оквиру политике EU је да се кроз усаглашавање мноштва различитих националних регулатива дошло до закључка да није могуће све регулативе и стандарде хармонизовати и поставити на тзв. европски ниво. У хармонизацију се иде до оног нивоа који се чини као битан (јавно здравље и сигурност), а у осталим случајевима се иде на међусобно признавање националних регулатива.

У случају када национални стандарди нису оптимални, међународна хармонизација може бити пут који води ка поправљању националних стандарда. Уколико су национални стандарди под јаким утицајем протекционистичких интереса, тада интернационална хармонизација може уклонити тај утицај. У случају да су национални стандарди оптимални,

⁶⁷ Hoekman B., Schiff M. (2002) Trade Policy Questions and Guidelines: Benefiting from Regional Integration. U: Hoekman, B., Mattoo A. i English, P., ur., *Development, Trade and the WTO: A Handbook*. Washington: World Bank. 553.

⁶⁸ Schiff, M., Winters, A. (2003) op.cit. 126.

треба постићи компромис између добитака од интегрисаног тржишта и трошкова напуштања националних оптималних стандарда. Овај компромис је најизраженији у случају REI између развијених земаља и оних у развоју. Земља са ниским приходом има само оне најниже, обавезне стандарде оптималне за њу, док ће земља са високим приходом имати стандарде на вишем нивоу. Хармонизација стандарда доноси генералну добробит за интегрисано тржиште, али такође и трошкове за мање развијене, у којима постоје и основани економски разлози због којих ти стандарди нису на вишем нивоу. У овом случају се предлаже концепт регулаторне оптимизоване хармонизације како би се постигли максимални ефекти.⁶⁹

2.1.10 Однос Регионалних економских интеграција ка земљама у развоју

Теоретска литература која се бавила питањем CU у разматрању је узимала скоро само индустријализоване земље. Сматра се да *Viener*-ове анализе економских интеграција имају ограничен или никакав значај у случају земаља у развоју. Нове теорије REI су прилагођене потребама земаља у развоју и настале су након *Viener*-овог периода.⁷⁰

Анализирана су два главна питања економских интеграција у већини претходних студија. Прво је ефекат производње као средство за анализу утицаја економске интеграције на опште благостање. Друго би био шири спектар ефеката који би утицали на пожељност формирања преференцијалних трговинских споразума PTS уопште.

Претходне анализе, укључујући и *Viener*-ову, већ су исказале да ефекти производње нису довољни за квалитетну анализу. Постоје и додатна ограничења везана за земље у развоју. REI у случају земаља у развоју треба посматрати као прилаз економском развоју, а не као укидању царинских стопа.⁷¹ У анализама је установљено да је важност инсигнификантности показало тенденцију да малим земљама расте добит од извоза јер ће сада бити више потрошача у већим и развијеним земљама. Ово је веома значајно за земље у развоју које су ушле у интеграцију са развијеним земљама. Скретање трговинских токова у случају земаља у развоју има позитиван ефекат. Термин попут ефикасног скретања трговине

⁶⁹ Mattoo, A., Fink, C. (2002) op.cit. 9.

⁷⁰ Balassa, B. (1965) *Economic Development and Integration*. Mexico: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 16.

⁷¹ King R. i Levine R. (1993) Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*. 108 (3). 717.

би могао да се употреби управо за ту промену произвођача из развијене треће земље на релативно ефикасну земљу у развоју у оквиру уније. Данас земље у развоју развијају своје политике REI комплементарне са осталим својим политикама како би повећале своју конкурентност. По питању пожељности формирања PTS уопште, *Viener* и *Lipsey* су закључили да добити од интеграција настају пре од земаља које су такмичари на тржишту а не комплементарни партнери, што уопште није важно у случају земаља у развоју. Земље у развоју би требало да иду ка значајнијем степену међусобне комплементарности.⁷²

Сам концепт REI, у случају земаља у развоју, у прошлости је максимизовао трошак губитка трговинских токова, због високих царина, и такође подстицао регресивне трансфере од сиромашнијих ка богатијим члановима такве интеграције. Скорија истраживања показују да има позитивних помака у регионализацији по питању земаља у развоју. Регионализација ће довести до стварања нето трговинских токова све док је упарена са значајном либерализацијом трговине и где је нагласак на смањењу баријера трговини који стварају трошак и које једноставно троше ресурсе. Иницијалне царинске стопе земаља у развоју обично су високе и управо то може да буде корисно јер, што су веће царинске стопе, то ће бити већа добит приликом REI. Такође, привлачност релативно ниских плата може да привуче довољно инвестиција које би иницирале процесе раста и ефекат пристизања развијенијих партнер-земаља. Један од индикатора за успешност једне REI било би повећање удела интра и интер регионалне трговине у укупној трговини. То не би требало да буде једини циљ. Комплементарни циљеви, и подједнако важни, требало би да буду заједнички индустријски развој и успостављање инфраструктурних веза.⁷³

Праведна расподела добити од интеграција међу земљама представља веома битан, ако не и кључни фактор у успешној реализацији једне економске интеграције. Нова економска географија говори да долази до појачања ефекта интеракције између избегавања трошкова транспорта и величине тржишта. Компаније теже да буду што ближе потрошачима са својим коначним производом. Удаљеност или цена транспорта умањује потенцијалну добит, тако да је наглашена потреба за побољшањем постојећих капацитета за транспорт

⁷² Chou, Y.M. (1967) Economic Integration in Less Developed Countries: The Case of Small Countries. *Journal of Development Studies* 3 (4). 354.

⁷³ Inotai, A. (1991) Regional Integration Among Developing Countries, Revisited. *Policy Research and External Affairs*. Working Paper 643. Washington: World Bank, 10.

међу земљама у развоју. Агломерација фирми и радне снаге овде постаје магнет за привлачење инвеститора. Тако да ово представља један циклични процес који повезује инвеститоре са величином тржишта, веће тржиште привлачи више инвеститора и компанија и потребу да се буде присутан на таквом тржишту.⁷⁴

Земље у развоју се приликом преговора фокусирају на царинске стопе, а не обраћају пажњу на важност усаглашавања макроекономских политика. То је исто један од разлога ограниченог трговинског раста. Приступ који *Balassa* наглашава је „пакет“ приступ, где би свака земља требало да има обједињен приступ и да буде задужена понаособ за пројекат важан за унију. На тај начин упоредо долази до економског напретка те земље и повећава се њен удео у трговини у региону.

REI су, пре свега, предуслов, а не камен спотицања за интеграцију земаља у развоју у светске трговинске токове минимизирајући трошкове фрагментације тржишта.

2.1.11 Приступ у развоју регионалне интеграције

Стварање и одржавање једне REI представља тежак посао и успех није загарантован. Како економски резултати једне REI представљају најважнији фактор одређивања дуговечности, тако креирање институција представља неопходну основу да би уопште и било економског елемента. Економске интеграције се институционално остварују или међудржавним или наднационалним приступом.

Наднационални приступ подразумева да земље чланице примењују један део аспекта од свог суверенитета заједнички. Закон који се донесе на регионалном нивоу у областима где је региону дата превласт изнад националног закона и обавезујући је за земље чланице и њихове држављане. Кључна ствар код наднационалних споразума би било обезбеђење демократског учешћа акционара – држава партнера, транспарентност наднационалног доношења одлука и одговорност и кредибилитет регионалних институција.

У случају међудржавног приступа, ту нема дељења суверенитета и свака држава чланица има право вета на било који споразум. Уобичајено је да имају секретаријат који нема

⁷⁴ Baldwin, R. (1997) Review of Theoretical Developments on Regional Integration. U: Oyejide, A., Elbadawi, I. i Collier, P., ur. *Regional Integration and Trade Liberalization in SubSaharan Africa, Volume 1, Framework, Issues and Methodological Perspectives*. London: Macmillan Ltd. 49.

независну моћ одлучивања. Слабост оваквог приступа је недостатак механизма за обезбеђење спровођења одредби споразума које државе чланице треба да примењују. Друга слабост међудржавног приступа је то да је напредак условљен директно брзином напретка најспорије државе чланице. Свесност ове околности на примеру ЕУ у суочавању са већим и диверзификованим чланством дало је подстрек концепту варијабилне брзине и геометрије у осмишљавању напретка једне REI.

Варијабилна брзина се односи на ситуације и околности где се чланице обавезују око заједничких циљева, где је одређеним чланицама дат дужи временски рок да испуне те циљеве. То је у сваком случају боље него ићи брзином најспоријег члана. Најразвијеније чланице ће у испуњењу циљева временски предњачити и касније чекати оне спорије да стигну.

Варијабилна геометрија су ситуације где подгрупе чланица желе да иду у правцу дубљих и интензивнијих форми интеграције и кооперације по специфичним питањима, док остале чланице желе да остану по страни у односу на ове иницијативе трајно. Овакав тип коцепта је важан за земље у развоју због самог постојања многоструких економских групација са преклапајућим чланством и различитим интеграционим циљевима.⁷⁵

2.1.12 Регионална кооперација, одрживост и ефекти интеграционог процеса

Као што се REI фокусира пре свега на интеграцију трговине, многе форме регионалне кооперације се формирају око специфичних пројеката. Ти пројекти представљају регионална јавна добра, о којима се мора водити рачуна на наднационалном нивоу. Она могу бити еколошко управљање воденим ресурсима, загађење, јавно здравље, регулација финансијских тржишта, телекомуникација, примена закона и друго. Могућност опште добробити од регионалне кооперације неће чинити ове преговоре ништа лакше од трговинских преговора. Земље ће можда бити невољне за сарадњу из низа разлога попут националног поноса, политичких тензија, асиметричне расподеле трошкова и добити међу чланицама. Када постоји поверење међу државама чланицама, тада ће доћи и до кооперативних решења, али пошто је спровођење права на имовину слабо и двосмислено и на регионалном и на

⁷⁵ Schiff, M., Winters, A. (2002) *Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration*. Policy Research Working Paper 2872, Development Research Group. Washington: World Bank. 28.

међународном нивоу, тешко је спровођење споразума о кооперацији на овом нивоу.⁷⁶ Регионалне кооперације нису исто што и регионалне интеграције. Државе се могу споразумети око широког спектра питања без неопходног везивања за трговинске споразуме. REI могу бити од помоћи код нетрговинских питања, попут посредништва у смислу проширења споразума са тим питањима и на тај начин направити инклузију свих страна у одговорност и добит. Затим, честе кооперације и честе интеракције у оквиру REI подижу ниво поверења међу чланицама, што је неопходно за постизање регионалних кооперативних споразума. За спровођење ових споразума су потребне специјализоване институције. Пошто је непрактично да се за сваки споразум оформи по једна таква институција, државе користе институције REI како би спроводиле постигнуте споразуме о регионалној кооперацији. Иако учешће у кооперативним споразумима може да допринесе формирању REI, ретко када ће то бити и основни мотив.

Регионализација као генерални процес инкорпорира и трговинску преференцијалну интеграцију и регионалну кооперацију као два процеса. Хармонизација и координација политика је заједничка за оба процеса у наредној, дубљој фази повезивања и може бити ван и у оквиру финалне фазе оба процеса. За први то представља интегрисано тржиште, а за други функционалну секторску кооперацију. У сваком случају постоји компатибилност процеса и често је кооперација почетни корак у решавању питања попут јавног добра на регионалном нивоу где су трошкови креирања институција и начина решавања непремостиви за решавање ових питања. Ово је још један од начина да се постигне већа транспарентност процеса и привуче већи број инвеститора, што у оквиру региона, што ван њега.⁷⁷

Постоје два типа услова које једна интеграција мора да испуни како би успела и издржала тест времена. Као први, мора да постоји захтев учесника на тржишту за већом интеграцијом. Затим, мора постојати јасна визија значајног потенцијала за економском добити од регионалног проширења тржишта. У случају непостојања довољног статичког

⁷⁶ Cook, L., Sachs, J. (1999) Regional Public Goods in International Assistance. U: Kaul, I., Grunberg, I. i Stern, M., ur., *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century* United Nations Development Programme. New York, Oxford: Oxford University Press, 437.

⁷⁷ Schiff, M., Winters, A. (2002) *Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration*. Policy Research Working Paper 2872, Development Research Group. Washington: World Bank, 28.

потенцијала тржишта иде се на приступ динамичком развоју, где ће са применом нових технологија подизати статички капацитет тржишта уз помоћ лобирања које ће промовисати могућност тога. Као други услов јесте услов обезбеђења политичке подршке политици интеграције. Овај услов се дефинише као сет разних оруђа неопходних на путу ка успешној интеграцији. Овај услов је пре свега важан за локалне политичаре јер ће подржати интеграцију уколико она помаже домаћу привреду, тј. обезбеђује њену запосленост. Промоција економске интеграције је изражена у периодима економских потешкоћа, а секундарна је у односу на националне интересе за време економског прогреса. Поред овога, потребно је присуство и земље предводника и добротвора у оквиру датог региона који се интегрише. Та земља представља тачку фокуса за координацију правила, регулатива и политике. Такође, та земља мора да има довољан капацитет да умири све тензије које настају приликом процеса интеграције. Још један од тих услова био би успостављање институција за хармонизацију и интеграцију које би побољшале сагласност држава са правилима кооперације. Региони са неоспорним вођством и јаким притиском тржишта за интеграцију највероватније ће имати успешну интеграцију. Поменуте институције биће катализатор самог процеса. Регионалне групе држава које немају испуњеност два наведена главна разлога имају јако мале шансе да успеју у регионалној интеграцији.

Неоспорна је централна улога моћних држава као покретачке снаге интеграције. Регионалне добити би биле у виду јавних добара, попут регионалног мира, стабилности и владавине права, и то се управо очекује од ових држава да обезбеде. Управо те државе ће имати и највише добити од тога и у процесу ће сносити трошкове спровођења регионалних кооперативних споразума у циљу превенције појаве слепих путника. Контрааргумент је управо присуство оваквих држава лидера – хегемона који у суштини утичу на нестабилност REI. Нестабилност је услед страха осталих чланова око дистрибуције добити и забринутости да је интеграција у суштини само механизам за хегемона да прошири свој политички и економски утицај. Битно је по стабилност REI да приватни сектор захтева даљу интеграцију, односно да интеграција иде одоздо ка горе, од притиска ка даљим економским предностима пре него одозго ка доле, условљену политичким циљевима.⁷⁸

Став о једној REI може се исказати и у анализи негативних и позитивних ефеката. Код ових првих истиче се да постоји потенцијал код тренда регионализма да фрагментује

⁷⁸ Mattli, W. (1999) *The Logic of Regional Integration*. Cambridge: Cambridge University Press. 80.

мултилатерални трговински ситем (MTS) у већи број затворених трговинских блокова. Како се буду ширили, тако ће им расти и моћ, коју ће користити да трговинске услове подреде себи. Овде постоји тенденција ка стварању континенталних блокова у виду зоне слободне трговине ZST. Уколико не постоји константна сарадња са STO, може доћи до већег раздвајања од политике мултилатерализма.⁷⁹ Позитиван поглед на однос између REI и MTS пре свега је у томе да се REI крећу већом брзином од регулативе STO, делећи притом исте циљеве са STO и јачајући је кроз исти процес. Мање регионалне групације могу да буду ефектније по разним питањима у односу на мултилатерални систем одлучивања. Ти интеграциони процеси представљају својеврстан вид лабораторије, чије се успешне идеје могу пренети на споразуме на мултилатералном нивоу кроз систем преговора у оквиру STO. Иако је било страхова од губитка трговинских токова, у укупном збиру се налази позитиван резултат креирања трговинских токова и на тај начин повећавајући светско благостање. Такође, REI имају позитиван ефекат укључивања земаља у развоју у светску економију.⁸⁰

2.1.13 Глобализација, регионализација – аспекти економских интеграција

„Глобализација је назив за претварање света у јединствен простор.“⁸¹ Никада промене нису биле тако суштинске, непредвидиве и брзе. Технологија, информације, финансије и маркетинг више су глобализоване у односу на производњу, јер се не суочавају са толико царинских стопа и баријера, док је производња још увек са предзнаком регионалности.

Пре свега, неопходно је дати неколико дефиниција глобализације⁸²:

А. Гиденс: “Глобализација може бити дефинисана као интензификација друштвених односа који повезују удаљена места на начин да су локални доганаји обликовани доганајима који су се одиграли километрима далеко и вице верса.”

⁷⁹ Crawford, J., Laird, S. (2000) *Regional Trade Agreements and the WTO. CREDIT Research Paper 00/3*. Nottingham: CREDIT, University of Nottingham. 12.

⁸⁰ Johnson D., Turner C. (2006) *European Business*. Routledge Taylor and Francis Group. 219.

⁸¹ Берберовић Љ. (2011) *Глобализација или диктирање будућности*, Београд. Просвета. 10.

⁸² Вулетић В. (2003) *Глобализација – Мит или стравност*. Београд. Просвета. 34.

М. Алброу: “Глобализација означава све оне процесе помоћу којих људи читавог света бивају инкорпорирани у једно светско друштво, односно глобално друштво.”

Р. Робертсон: “Глобализација упућује на кристализацију целине света као једног места које води стварању глобалних хуманих услова и свести о свету као таквом.”

У извесном смислу, када би своје размишљање ставили у језик физике, тада глобализација представља центрифугалну а регионализација центрипеталну силу, на нивоу целе планете. Регионализација и глобализација суштински имају много заједничких покретача. Са статичког, економског становишта, регионализација би требало да има првенство у односу на глобализацију зато што је већина трговинских и других токова међурегионална. Али ефикасност једне регионализације не мора да одговара глобалним захтевима, поготову у динамичком смислу. Поновна појава регионализма комбинује статичке и динамичке захтеве тржишта. Регионализација је у извесном смислу прелазна фаза у којој државе настоје да обнове и изграде нову позицију у свету у оквиру одређене групације.

Регионалне интеграције нису замена за глобализацију, већ под одређеним условима комплементаран пут. Свака регионализација која не обезбеђује националне интересе сваке државе нема дугорочност. Држава ће уступити део своје националне суверености уколико то доприноси реализацији националних интереса. Само када добит од заједничког доношења одлука превазилази добит од донесених националних одлука, тада би државе биле вољне да уступе своју независност.⁸³

Глобализација је углавном процес одоздо ка горе, коме недостају институционални фактори који иду одозго ка доле, тј. *de jure* инфраструктура, док регионализација има обе димензије. Још један од фактора који иде у прилог регионализацији јесте предност физичке близине.⁸⁴

⁸³ Svetličić, M. i Singer, H.W. (1996) *World Economy: Challenges of Globalization and Regionalization*. U: Svetličić, M. i Singer, H.W. ur. *The World Economy: Challenges of Globalization and Regionalization*. London: Macmillan Press ltd., 25, 26.

⁸⁴ Jappelli, Tullio, Marco Pagano (2008), “*Financial Market Integration under EMU*”, *European Economy, Economic Papers*. 312.

Мотиви за регионалне интеграције могу се поделити на економске и политичке мотиве. По питању економских мотива то је пре свега коришћење погодности боље дистрибуције ресурса и веће конкуренције, бољег приступа тржиштима земаља чланица, затим обезбеђење подршке и кредибилитета за одређене политике деловања са мање националне подршке. Економски мотиви би били и увећање преговарачке моћи на међународним форумима и *vis a vis* са трећим земљама, као и постизање веће транспарентности у циљу привлачења FDI у циљу постизања дубље интеграције.

Када је реч о политичким мотивима, то би било даље промовисање националних циљева сигурности и као својеврсна одскачна даска за политичко уједињење.

Општа питања везана за било који регионализам би била: мотивација (који је разлог формирања једног региона), структура (разлози настанка одређене форме региона), дизајн (у смислу ефикасног функционисања), утицај (промоција убрзаног економског развоја чланица и утицај на треће земље), конвергенција (приближавање животних стандарда и економског функционисања чланица), одрживост (елементи који доприносе одрживости региона) и системска (региони као камен темељац или камен спотицања ка ефикаснијем мултилатералном систему).⁸⁵

Разлози за формирање REI се разликују у случају развијених земаља и земаља у развоју. У случају првих, регионална интеграција се реализује након што су те земље прошле развој и индустријализацију и циљ им је да кроз интеграцију обезбеде трајекторију високог економског развоја.

Код земаља у развоју подстицај или условљеност за регионалним интегрисањем резултат је спољних сила које маргинализују регионалне економије. Појединачно, те земље не би могле да се одупру том притиску. Као један од одговора на то био би колективан одговор у виду регионализације.

Само чланство, односно став да се иде ка циљу чланства у некој REI битан је у односу на став да се не буде у оквиру једне такве интеграције. Један од предуслова је и постојање

⁸⁵ Schiff, M. i Winters, A. (2002) *Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration*. Policy Research Working Paper 2872, Development Research Group. Washington: World Bank. 316.

интензивне интрарегионалне трговине, као у оквиру EU, јер у неким регионима у случају земаља у развоју управо недостатак те трговине ће онемогућити стварање једне REI.

Постоји случај да је биланс креирања и губитка трговинских ефеката негативан, али да су настали позитивни ефекти општег благостања за неке земље чланице, попут Мексика и Канаде у оквиру NAFTA.

Модерни приступ анализи REI говори да су веома битни динамички добици, јер све интеграције неминовно имају за крајњи циљ глобалну интеграцију. Ови, динамички добици резултат су који се јавља услед увећања тржишта и укидања нецаринских баријера у њему. Тај резултат би биле интра и екстра регионалне инвестиције, као и напредак у технологију услед увоза најбољих пракси и нових технологија.⁸⁶

EU представља прави пример дубоке регионалне интеграције. Међутим, сваки други регион у свету има своје посебности и није могуће водити се путем којим је ишла EU. Државе би требало да траже своје место у оној регионалној интеграцији у којој могу да остваре највише економске добити. Један од битних носилаца у реализацији регионалних интеграционих планова је приватан сектор. Овај сектор владе морају да привуку услед њихове природе што веће ефикасности у сектору производње готових производа и услуга. У пројектима би држава имала главну реч услед својих компаративних предности, а приватан сектор би се понашао као продужена рука државе. Пројекти би били у сфери обезбеђења јавних добара, попут путева и пруга. Принцип реализације оваквих пројеката би се одвијао кроз модус јавно-приватних партнерстава.⁸⁷

Да би се ишло даље у економским интеграцијима и квалитативно бољем процесу глобализације, неопходно је стварање политичке заједнице која је далеко амбициознија од било чега што данас постоји. Ово је неопходно у циљу решавања трилеме светске економије: тежња ка демократији, националном одређењу и економској глобализацији. Демократска глобална влада представља химеру, услед превеликих разлика међу државама. Ово би у

⁸⁶ Panagariya, A. (2000) Preferential Trade Liberalization: The Traditional Theory and New Developments. *Journal of Economic Literature*. 38 (2). Sidney: JEL. 299.

⁸⁷ EC (2005) Report on the Public Consultation on the Green Paper on Public Private Partnerships and Community Law on Public Contracts and Concessions. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/internal_market/publicprocurement/docs/ppp/ppp-report_en.pdf (20. 6. 2014)

практици значило крај процеса глобализације, односно хиперглобализације. Али, кроз довољан маневарски простор који државе имају и кроз постепене процесе економских интеграција, од најнижих ка највишим, овај свет може ући у процес не максималне, него паметне или оптималне глобализације.⁸⁸

2.2 ОПТИМАЛНА ВАЛУТНА ПОДРУЧЈА - СЛУЧАЈ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

2.2.1 Историјско - теоријски оквир оптималних валутних подручја

Значај описа и презентовања теорије оптималних валутних подручја (OVP) намеће се као потреба у анализи Европске монетарне уније (EMU), која се дуго сматрала као OVP. Економска дешавања у протеклим годинама, од државних дугова до све веће разлике у конкурентности и другим показатељима међу чланицама поново су покренуле то питање. До поновног интересовања за теорију OVP долази пре свега из искустава EMU, развоја академског размишљања и напретка економетрије у смислу реевалуације националних монетарних и фискалних политика и ендогености критеријума OVP.

Појам OVP је први увео Роберт Мандел (*Robert Mundell*) и тај концепт се односи на географску област у којој ће се користити једна, заједничка монетарна политика са заједничком валутом или међусобно фиксним девизним курсевима.

Теорија OVP пружа оквир на основу кога се кроз анализу критеријума OVP може дати одговор на многа питања монетарне и фискалне политике или у случају непостојања јасно дефинисаног одговора направити основа за даљи развој ове теорије и дати анализа институционалних политика деловања.

Теорија OVP је настала и развијала се на основу радова Мандела из 1961, Мекинона (*McKinnon*) из 1963. и Кенена (*Kenen*) из 1969. Ови аутори су материјализовали ову теорију у виду критеријума које једна земља треба да поседује да би била потенцијални кандидат за монетарну унију. Од свог настанка шездесетих година, па све до друге половине осамдесетих, ова теорија се сматрала интелектуалним лавиринтом.⁸⁹

⁸⁸ Родрик, Д. (2013) *Парадокс глобализације*. Београд: ЈП Службени гласник., 16.

⁸⁹ Tavlas G. S. i Dellas H. (2009) An Optimum-currency-area Odyssey. *Journal of International Money and Finance*. Elsevier, 28(7). 1124.

Аргумент у прилог постојања једне монетарне уније је генерисање мањих трошкова за једну државу, у односу на случај неприпадања једне државе таквој унији. Ендогеност OVP је учврстила тај став и нагласила добити и позитивна дешавања од момента креације једног OVP. На основу постулата који су анализирани у Манделовој теорији OVP, Европа је као надоградња програма заједничког тржишта убрзано прешла на следећи корак регионалних економских интеграција (REI), а то је EMU по оквирима и критеријумима постављеним споразумом из Мастрихта. Главни разлог је био уклањање ризика дестабилизације услед наглих и изненадних промена и неусклађености девизних курсева који су у неколико наврата пореметили функционисање европског монетарног система (EMS). Пре овога, упозорено је да су разлике између појединих економија превелике, да земље не испуњавају мастришке критеријуме и да треба обзривије ући у EMU.⁹⁰

Услед великих флукуација девизних курсева у претходне три деценије данас превагу имају фиксни или руковођени курсеви. Нико не би могао да оспори предности система у коме постоји само једна валута. Пример једне земље где важи перманентно фиксни девизни курс је SAD, где је долар у Њујорку исти као и у Сан Франциску. Постоји и пример регије, односно Европске уније (EU), где је евро у Атини исти као и евро у Берлину или Паризу. На основу ове констатације, расправа на тему флексибилног против фиксног девизног курса постаје заправо дебата на тему OVP и услова које треба једна REI да испуни да би била OVP.⁹¹

Манделова теорија OVP се залаже за систем слободно флукуирајућих валута око оптималне валутне области – области коју је он дефинисао као подручје-регион. Његов изворни рад је имао циљ да објасни теорију да ли је за једну земљу боље да прихвати флукуирајући девизни курс или да функционише под фиксним девизним курсом у оквиру неког оптималног валутног подручја.⁹² Овај рад је значајан јер је дао теоријску основу формирања Европске монетарне уније, EMU.

⁹⁰ Levine R., Loayza N i Beck T. (2000) Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*. 46(1). 39.

⁹¹ Mongelli, F. P., (2008): European Economy: European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory. *Economic Papers* 302. Brussels: European Commission. 6.

⁹² Kenny, P., (2003): The Theory of Optimum Currency Areas. U: *Student Economic Review*. 17. ur. Gray, R. Dublin: University of Dublin, Trinity College. 137,138.

Традиционална теорија трговине је као валутне регионе искључиво посматрала државе. Мандел је изразио скепсу у односу на основни аргумент у корист флексибилних девизних курсева као механизма прилагођавања привреде. Дао је предност механизму прилагођавања у оквиру режима фиксних девизних курсева.⁹³

Мандел је 1965. године анализирао три валутне области: област долара, област стерлинга и трећу – европски блок са будућом заједничком валутом. Следи објава рада 1969. године под називом *The Case for a European Currency*, на основу кога је добио позив од европских земаља да припреми планове за увођење европске валуте. Свој предлог за европску валуту, коју је назвао *евро* представио је 1973. године у раду под насловом *A plan for a European Currency*. Мандел је велики поборник идеје европске монетарне унификације од 1970. године, а потврђен је увођењем евра и на основу свега му се може дати епитет „духовни отац“ евра.⁹⁴

2.2.2 Развој теорије оптималних валутних подручја кроз развој критеријума

Земља која улази у једну валутну унију мора да направи баланс између губитка насталих услед укидања самосталне монетарне политике и добити од монетарне ефикасности заједничке валуте. Управо губитак могућности вођења самосталне монетарне политике представља најбитније питање у случају асиметричних економских шокова код земаља које су слабо интегрисане.⁹⁵ Централна банка са својом монетарном политиком треба да превазиђе ове шокове, са вероватноћом да ће то решење можда бити и на штету неких чланица. Прилагођавање на асиметричне шокове се може постићи и преко покретљивости радне снаге, промена у општим ценама и цени рада и фискалним трансферним плаћањима међу чланицама уније.⁹⁶

⁹³ Mundell, R., (1997): Updating the Agenda for Monetary Union, U: Frankel, J.A. et al., ur., *Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments*. Washington: IMF. 42,43.

⁹⁴ McKinnon R., (2000) Mundell, the Euro and Optimum Currency Areas. *Working Paper* (00-009). Stanford: Stanford University, Department of Economics. 5.

⁹⁵ Baldwin, E. i Wyplosz, C., (2006): *The Economics of European Integration*. 2. London: McGraw-Hill Education. 180.

⁹⁶ Di Giovanni, Julian (2005), "What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening", *Journal of International Economics* 65 (1). 127.

Поборници и противници Манделове теорије OVP користе исту у сврху потврде оправданости европске монетарне унификације и у сврху оспоравања исте, услед неиспуњености услова. Ова расправа се не односи само на EMU већ и на пут ка усвајању заједничких монетарних стандарда и у осталим деловима света.⁹⁷ Мекинон из наведених разлога истиче да би OVP требало посматрати кроз призму два модела, старијег и новијег.

У првом је све посматрано у статичком смислу и на базичним примерима двеју земаља, као природним валутним зонама. Тако да се ранији Мандел ослања на независну националну монетарну политику где валутна флексибилност представља најефикаснији начин борбе са асиметричним шоковима. Ово је представљао став који су делили и кејнзијанци и монетаристи.

У самом раду Мандел се осврће на Западну Европу и стварање Заједничког тржишта као важног корака ка евентуалној политичкој унији. Он истиче два различита става по питању ове области као валутног подручја. На основу става Џејмса Мида (*James Meade*) за флексибилним курсевима и става Тибора Стивоцког (*Tibor Stivocky*) заједничкој валути за еврозону, закључак је да се не поставља питање оптималног валутног подручја више са теоретског становишта, већ је то сада само емпиријско питање са још недефинисаним системом тачних вредности.⁹⁸ Мандел је као закључак изнео да је систем фиксних девизних курсева бољи за области са високом покретљивошћу фактора радне снаге и капитала, а режим флексибилних курсева за супротан случај. Такође, он је изнео и аргументе против повећања броја светских валута.

Каснији Мандел се залаже за заједничку, стабилну валуту која би апсорбовала асиметричне шокове, довела до уједначавања каматних стопа и њиховог смањења у односу на претходни период, чиме би дошло до заједничког преузимања ризика.

Један од приступа у анализи је било напуштање макроекономских варијабли, где су посматрани само политички фактори који имају већи утицај од економских за постојање заједничке валуте, као и за саму успешност OVP.

⁹⁷ McKinnon R., (2000) op.cit. 10.

⁹⁸ Mundell, R.A., (1961): A Theory of Optimum currency areas. *The American economic review*. 51(4). 659.

Успостављање парадигме ендегености је један од алтернативних приступа. Критеријуми *ex ante* нису битни за изводљивост OVP, већ да ће се већина тих критеријума развити из позитивних ефеката који ће наступити када држава уђе у једну монетарну интеграцију. Кроз интраиндустријску трговину долази до јачања трговине и веће корелације привредних циклуса тих земаља, који тада постају синхронизованији. Те земље су се на тај начин обавезале да буду дугорочни трговински и политички партнери.⁹⁹

2.2.3 Критеријуми оптималних валутних подручја

Критеријуми ОВП су постављени у оквир на основу кога се могу анализирати алтернативни међународни монетарни споразуми који утичу на процес хармонизације односа у оквиру једне валутне уније. Мандел је као критеријуме теорије OVP увео степен покретљивости радне снаге, ценовну еластичност и учесталост асиметричних шокова. Мекинон је увео степен отворености/интегрисаности трговине, величину економије и сличност економских структура, док је од Кенена преузет степен диверзификације производње и ниво фискалне интеграције.¹⁰⁰

Почетком деведесетих, услед критика критеријума OVP, дошло је до усвајања метавредности. Ове метавредности и њихов синергијски ефекат помогле су у превазилажењу унутарњих контрадикторности у иницијалним доприносима OVP и могле су се лакше квантификовати.¹⁰¹

2.2.3.1 Сличност економских структура

Овај фактор у макроекономским анализама је као критеријум теорије OVP увео Мекинон. На основу њега можемо видети разлике у државним економијама које постоје у

⁹⁹ Frankel A., Rose A. K., (1998): The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *The Economic Journal*, 108(449). 1013.

¹⁰⁰ Tavlas G. S. i Dellas, H. (2009) An Optimum-currency-area Odyssey. *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, 28(7). 1120.

¹⁰¹ Matthes, J., (2009): *Ten Years EMU: Reality Test for the OCA Endogeneity Hypothesis, Economic Divergences and Future Challenges*. Heidelberg: Springer, Intereconomics (44). Dostupno na: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/66167/1/727024086.pdf>. 126.

оквиру EU. Те разлике се могу видети на основу показатеља *BDP per capita* и *BDP* индекса раста. На основу првог показатеља, може се видети да постоји значајна разлика у примањима у односу на просек EU28, и то од 47% у Бугарској до 266% у Ирској, за 2012. годину.¹⁰² Такође, постоје и значајне разлике у расту *BDP* у односу на EU28 просек, и то од Румуније са 3,5% до Грчке са -3,9% (у 2012. чак -7%) и Кипра са -5,4%, закључно са 2013. годином.¹⁰³ Што је виши степен сличности земаља, може се лакше извршити компаративна анализа величине и карактеристика економског шока, а монетарне мере ће користити свим чланицама слично.

2.2.3.2 Флексибилност тржишта радне снаге

Флексибилност радне снаге је у овом приказу заступљена кроз три категорије: незапосленост, тј. стопа незапослености, затим продуктивност радне снаге и на крају цена рада.

2.2.3.2.1 Незапосленост

Први критеријум *OVP* који је Мандела поменуо јесте флексибилност тржишта радне снаге. У интегрисаном тржишту радници би одлазили из области са високом стопом незапослености и на тај начин би долазило до њене дисперзије. На основу података са краја 2013. године можемо видети да по показатељима постоје велике разлике у стопи незапослености, од Грчке (27,4% у децембру 2013) и Шпаније (26,7%) до Аустрије (4,8%) и Немачке (5,1%) у фебруару месецу 2014. године.¹⁰⁴ Највећи раст је забележен на Кипру (4%), у Италији (1,4%), Грчкој (1,4%) и Холандији (1,3%), док је највећи проценат смањења незапослености забележен у Ирској и Летонији за 2%, Литванији (1,7%) и у Португалу и

¹⁰² Eurostat, (2014a): *GDP per capita in PPS*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00114> (14. 4. 2014)

¹⁰³ Eurostat, (2014b): *Real GDP Growth Rate – Volume*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115> (14. 4. 2014)

¹⁰⁴ Eurostat, (2014c): *Harmonised Unemployment Rate by Sex*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=teilm020> (14. 4. 2014)

Мађарској за 1,5%.¹⁰⁵ По подацима Европске централне банке, ЕЦБ, стопа незапослености (у процентима радне снаге) на нивоу ЕУ је 11,8%, закључно са мартот 2014. године.

Слика 3. Стопа незапослености у ЕУ (у % укупне радне снаге)



Извор: ЕЦБ, (2014а): Statistical Data Warehouse, Selected Indicators for the Euro Area. Доступно на: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.1> (12. 5. 2014)

На основу показатеља се могу видети рецесиона дешавања у земљама са високом незапослености. Још један разлог за непостојање веће дисперзије незапослености је ниска географска покретљивост у оквиру ЕУ.

2.2.3.2.2 Продуктивност радне снаге

Постоје велике разлике по питању продуктивности радне снаге. Продуктивност се исказује у вредности производа створених у току сата и исказаних у еврима и креће се од 58,2 у Луксембургу, 52,6 у Данској до 5,4 у Румунији, 8,2 у Летонији и др.¹⁰⁶ Ове вредности, односно однос у протеклом периоду од 15 година, није се значајније променио посматрајући центар ЕМУ и њену периферију. У Немачкој је, закључно са 2013. годином, продуктивност била 42,7. У односу на Румунију, произлази да је радна снага у Немачкој чак осам пута продуктивнија.

¹⁰⁵ Eurostat, (2014d): *News Release, Euroindicators, November 2013: Euro Area Unemployment Rate at 12.1%*. Доступно на: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-08012014-BP/EN/3-08012014-BP-EN.PDF (14. 4. 2014)

¹⁰⁶ Eurostat, (2014e): *Labour Productivity Per Hour Worked*. Доступно на: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdec310&plugin=0> (14. 4. 2014)

Слика 4. Продуктивност радне снаге у ЕУ



Извор: ЕЦБ, (2014а): Statistical Data Warehouse, Selected Indicators for the Euro Area.
Доступно на: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=r1.1> (12. 5. 2014)

Овај индекс је битан за ЕЦБ јер је кључни показатељ за неинфлаторни раст. За сам показатељ је и ЕЦБ исказао да није потпуно прецизан, али услед недостатка података овај се показатељ сматра довољним засад, по мишљењу ЕЦБ.

2.2.3.2.3 Цена рада

Цена рада је од суштинске важности за компензовање асиметричних шокова јер не постоји номинални девизни курс који би повратио претходну равнотежу. По подацима ЕЦБ, индекс цене радне снаге на нивоу ЕУ је 0,6, закључно са задњим кварталом 2013. године.

Слика 5: Цена радне снаге (% промена у односу на претходну годину) у ЕУ



Извор: ЕЦБ, (2014а): Statistical Data Warehouse, Selected Indicators for the Euro Area.
Доступно на: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=r1.1> (12. 5. 2014)

Из података се види да цена рада у периферним земљама константно расте, што није чудно са обзиром на то да се у интегрисаном тржишту очекује конвергенција цена рада. На

примеру Немачке цена рада је релативно стабилна у посматраном периоду, док код Италије и Француске постоји константан раст цене радне снаге, посматрано још од 1992. године, али не колико и у периферним земљама које су их превазишле. Уколико повећање цене рада није испраћено растом продуктивности, доћи ће до губитка конкурентности, као и до инфлације.¹⁰⁷ Ово се може видети и упоредним поређењем за исти период са осталим показатељима попут платног биланса или REER (*Real Effective Exchange Rate*) индекса. Може се видети из серије периодичних публикација ЕЦБ развој те цене рада, закључно са 2010. годином.

¹⁰⁷ Mongelli, F. P., (2008) op.cit. 4.

Слика 6. Развој цене радне снаге у зони евра



Извор: Salines, M. et al., (2011): Beyond the Economics of the Euro Analusing the Institutional Evolution of EMU 1999–2010. Occasional Paper Series No. 127. Frankfurt: ECB.

Уочљиво је да Немачка релативно прати раст номиналног дохотка са растом производње, а са друге стране су земље попут Шпаније, Португала и Грчке, чији пораст номиналних плата не прати раст производње. Као резултат се јавља пад конкурентности.¹⁰⁸

2.2.3.3 Интегрисаност финансијских тржишта

Интегрисаност финансијских тржишта, попут флексибилности радне снаге, представљена је са три параметра, односно критеријума: тржишта девизних обвезница, индекса REER и платног биланса.

¹⁰⁸Eurostat, (2014f): *Nominal Unit Labour Cost Index (2005 = 100) – Quarterly Data*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tipslm40&plugin=0> (14. 4. 2014)

2.2.3.3.1 Тржиште државних обвезница

Јасан показатељ повећане интеграције финансијских тржишта представља конвергенција каматних стопа на тржишту државних обвезница. Можемо видети на примеру државних обвезница са рочношћу на 10 година.

Слика 7. Принос на реперне државне 10-годишње обвезнице еврозоне



Извор: ЕЦБ, (2014е): Statistical Data Warehouse, Quick View. Доступно на: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD (9. 5. 2014)

Одступање од конвергенције се може видети на примеру драматичаног скока у 2011. и 2012. години каматних стопа на државне обвезнице Грчке, Ирске и Португала.¹⁰⁹ Ово се десило услед нове процене ризика и непожељности државних обвезница поменутих земаља. Но, повратак дела поверења се може видети у 2012. години, где је евидентан пад камате на тим обвезницама. Дуг приватног сектора је такође растао током овог периода, што исто указује на повећану интеграцију.¹¹⁰ Реперна вредност приноса на државне обвезнице еврозоне на датум 9. 5. 2014. године је износила 1,689%.¹¹¹

¹⁰⁹Eurostat, (2014g): *EMU Convergence Criterion Series – Annual Data*%. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00097&plugin=0> (20. 4. 2014)

¹¹⁰ Mongelli, F. P., (2008) op.cit.26.

¹¹¹ ECB, (2014b): *Monetary and Financial Statistics: Euro Area Yield Curve*. Dostupno na: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> (12. 5. 2014)

2.2.3.3.2 Индекс REER

Индекс REER показује разлике у расту обима производње користећи индекс REER, којим се може приказати однос релативне цене и индикатора трошкова. Рачуна се, користећи номинални ефективни девизни курс и индекс домаћих и страних трошкова, односно смањење номиналног девизног курса за ВДР дефлатор. Мањи REER имплицира девалвацију и повећану конкурентност и обратно. Са овим индексом се може доћи до процене цена или ценовне конкурентности једне земље или валутног подручја у односу на њихове такмаце и трговинске партнере на међународном тржишту и међусобно.¹¹² Може се видети да је Немачка (93) повећала своју конкурентност као и Мађарска (90,9), Ирска (89,01) и Шпанија (96,38), док се земље периферије боре и имају знатно слабије резултате, попут Бугарске (135,53), Летоније (132) и Словачке (128,15). Мора се напоменути да земље попут Француске и Италије стагнирају, односно мало су поправили своју позицију, а велико побољшање конкурентности, после пада, су направили Шпанци, Ирци и чак и Грци (90,38).¹¹³

2.2.3.3.3 Платни биланс

По подацима ЕЦБ, платни биланс на нивоу ЕУ је +3,55% ВДР-а, закључно са задњим кварталом 2013. године. Исказан је у процентима ВДР ЕУ за 2012. годину.

¹¹² Blanchard, O. (2007) Adjustment Within the Euro. The Difficult Case of Portugal, *Portuguese Economic Journal*, 6(1). 13.

¹¹³ Eurostat, (2014h): *Real Effective Exchange Rate – 37 Trading Partners*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=0&language=en&pcode=tsdec330> (14. 4. 2014)

Слика 8. Платни биланс еврозоне (као % BDP еврозоне)



Извор: ECB, (2014a): Statistical Data Warehouse, Selected Indicators for the Euro Area. Доступно на: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=T1.1> (12. 5. 2014)

Губитак конкурентности је такође и делом условљен константним дефицитом платног биланса. Државе које су константно у великом дефициту платног биланса су Грчка -3,1, Шпанија -1,1, Португал -1,1, што представља велики напредак са обзиром на нивое дефицита које су ове земље имале у ранијим годинама. Са друге стране имамо земље са константним суфицитом платног биланса попут Немачке +7, Холандије +9,9 и Аустрије +1,8.¹¹⁴ Ови дефицити, који су у почетку посматрани као незабрињавајућа појава, касније су постали забрињавајући у комбинацији са slabим економским растом. Оваква ситуација је увелико допринела тренутној кризи државних дугова и на тај начин се увелико умањује ефекат заједничке монетарне политике.¹¹⁵

2.2.3.4 Отвореност трговине

Мекинонов став је да што је нека земља интегрисанија у међународну трговину, имаће више предности од чланства у валутној унији. Код оваквих економија промене у курсу врло брзо следе промене у ценама, где реални курс остаје непромењен. Овај критеријум теорије OVP је критеријум отворености трговине, односно Мекинонов критеријум.

¹¹⁴ Eurostat, (2014i) *Balance of the Current Account*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00043> (19. 4. 2014)

¹¹⁵ Zemanek et al. (2010) Current Account Balances and Structural Adjustment in the Euro Area. *International Economics and Economic Policy*, 7(1). 99.

Економска отвореност се мора сагледати из више димензија: свеукупна отвореност ка свету, ка земљама у оквиру валутног подручја, удео материјалних и нематеријалних добара и услуга у производњи и потрошњи и склоност земље ка увозу.

У поређењу са осталим великим економијама (САД, Кина, Јапан) еврозона је релативно отворенија. Методологија која се користи за статистички приказ односа отворености добија се дељењем укупног извоза и увоза са ВДП-ом те земље.¹¹⁶ Отвореност трговине се повећала у односу на 1998. годину услед повећања трговине са новим чланицама ЕУ и Кином. Увоз и извоз готових производа са трећим земљама је порастао од 25% у 1999. години до скоро 39% ВДП-а ЕУ у 2012. години.¹¹⁷ На основу тих података се може видети да су ЕУ чланице врло отворене, попут Луксембурга са 177% , Ирске 108%, Немачке са 52% у 2012. години, а за ту годину имамо САД са 14% отвореношћу трговине. Тржиште ЕУ је у просеку три пута отвореније у односу на тржиште САД.¹¹⁸ Може се приметити, док друге земље повећавају отвореност своје трговине, земље попут Немачке су имале незнатан раст. Ово указује на могуће неједнаке добити од заједничке валуте евра.

Интраиндустријска трговина расте у ЕУ28, где је износила 17% 1999. године, захваљујући заједничком тржишту, а у 2011. години она износи 22% у односу на ВДП ЕУ. Допринос увођења заједничке валуте на повећање интратрговине је евидентан, али мањи од очекиваног.¹¹⁹ Извоз ЕУ у односу на ВДП ЕУ износи 12% , што имплицира да интерно тржиште заузима значајну позицију за ЕУ компаније и да има потенцијала за развој интратрговине, поготову код нових чланица, код којих долази до продубљивања интеграције

¹¹⁶ Bayoumi, T. i Eichengreen, B., (1997): Ever Closer to Heaven? An Optimum-currency Area Index for European Countries, *European Economic Review*, (41). 766.

¹¹⁷ ECB (2014c) *Monetary Policy, Structure of the Euro Area Economy: External Trade*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/trade/html/index.en.html> (15. 4. 2014)

¹¹⁸ WB (2014) *Data: Exports of Goods and Services (% of GDP)*. Dostupno na: <http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS> (15. 4. 2014)

¹¹⁹ Micco et al. (2003) The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU, *Economic Policy*, 18(37). 329.

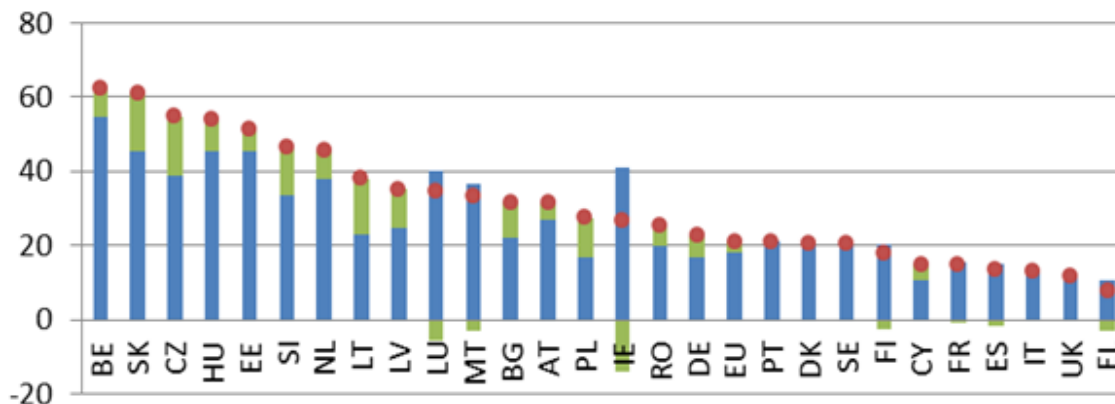
и процеса пристизања развијених чланица и поправљања платног биланса са партнерима из ЕУ.¹²⁰

Слика 9. ЕУ интратрговина (у % од ВДП) – кумулативно



Извор: ЕЦ (2012) *Annual Report 2005 on the European Community's Development Policy and the Implementation of External Assistance in 2004*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/europeaid/multimedia/publications/publications/annual-reports/2005_en.htm (1. 3. 2014).

Слика 10. ЕУ интратрговина (у % од ВДП) – по земљама



■ Промене између 2004.-2005. и 2010.-2011.

■ Просечан ниво у 2004.-2005.

● Просечан ниво у 2010.-2011.

напомена: вредности у табелама су просеци увоза и извоза дати од Еуростата

¹²⁰ EC (2012) *State of the Single Market Integration 2013*. Report from the commission to the european parliament, the council, the european central bank, the european economic and social committee, the committee of regions and the european investment bank Brussels: European Commission. 4.

Извор: EC (2012) *Annual Report 2005 on the European Community's Development Policy and the Implementation of External Assistance in 2004*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/europeaid/multimedia/publications/publications/annual-reports/2005_en.htm (1. 3. 2014).

Репрезентативне земље еврозоне са суфицитом (у млрд. евра) трговинског биланса у интратрговини су Холандија 176,7, Чешка 15,6, Немачка 43,4 и Ирска 14,2 а земље са дефицитом (у млрд. евра) трговинског биланса су Француска 88,9, Аустрија 13,4 и Грчка 9,3.¹²¹

2.2.3.5 Специјализација

Специјализација, односно степен диверзификације производње, представља Кененов критеријум OVP. Теоретска анализа је дала резултат да након прихватања заједничке валуте долази до агломерације или специјализације привреде.¹²² Главна мисао иза специјализације је да након увођења валутне уније долази до измештања производње у земље са релативним предностима у производњи и специјализацији. Важност фактора диверзификације производње и потрошње међу земљама се огледа у томе што ће те разлике дати комплементарност и уз коришћење заједничке валуте довести до редукције трошкова.¹²³ Долази и до појаве концепта паметне специјализације, уместо формирања регионалних кластера и дуплирања истраживања и развоја, потенцирати јединственост локалне базе знања.

Кругманов индекс специјализације указује на то колико се производна активност једне земље разликује у односу на другу земљу или регион, у овом случају EU. Вредности му се крећу од нуле до два, где нула представља потпуну подударност а вредност два потпуну разлику у производима.

¹²¹Eurostat (2014j) *Intra-EU27 Trade, by Member State, Total Product*. Dostupno na:<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tet00039&language=en> (12.5.2014)

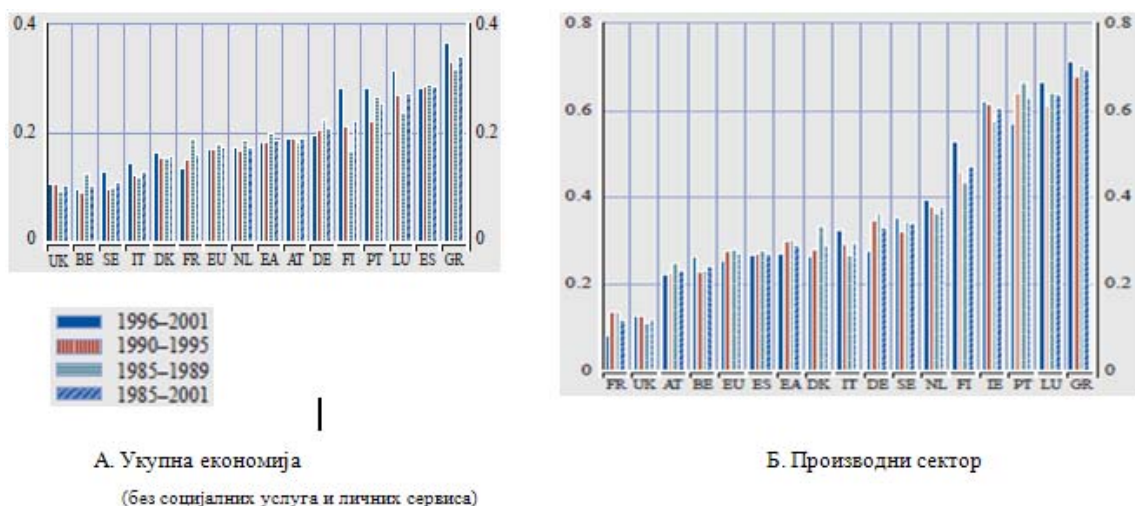
¹²² Krugman, P. Venables A. J. (1996) Integration, Specialization, and Adjustment, *European Economic Review*, 40. 963.

¹²³ Kenen, P.B. (1969) *The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View*. U: Mundell, R.A., Swoboda, A.K., ur., *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press. 54.

Секторска специјализација уопштено представља повећање степена привлачности економских сектора за радном снагом и релативно повећање степена производње посматране земље у односу на друге земље. Секторска специјализација може да има утицај и на трансмисиони механизам кроз који монетарна политика мења динамичке ефекте инфлације. Студије истичу да секторске карактеристике попут концентрације капитала, у мањој мери величина фирми и отвореност привреде, играју важну улогу у утврђивању утицаја монетарне политике на секторски раст и инфлацију.¹²⁴

На основу датих приказа, може се видети сличност економских структура и не толики степен специјализације генерално, док је специјализација израженија у производном сектору у Европи.¹²⁵

Слика 11. Кругманов индекс специјализације



Извор: ECB, (2004): *Occasional Paper Series (19): Sectoral Specialisation in the EU – A Macroeconomic Perspective*. Frankfurt: European Central Bank.

На основу доступних података, може се закључити да је у посматраном периоду специјализација имала скроман напредак. У позадини свих процеса можемо рећи да је фактор ендегености присутан у случају EU, тако да ће и по питању специјализације

¹²⁴ Foray et al. (2011) *Smart Specialization*, MTEI – Working Paper 2011-001. Lausanne : MTEI. 8.

¹²⁵ ECB (2004) *Occasional Paper Series (19): Sectoral Specialisation in the EU – A Macroeconomic Perspective*. Frankfurt: European Central Bank. 22.

вероватно доћи до њеног даљег развоја, као и мањих одступања од OVP до завршетка процеса специјализације.

2.2.3.6 Стопа инфлације и ниво цена

Сматра се и да OVP мора имати сличност у стопи инфлације како би одржала равнотежу платног биланса. У супротном би разлика у конкурентности расла и земље са већом инфлацијом би тада имале сталан дефицит. Константне разлике у стопи инфлације међу државама OVP доводе до спољнотрговинског дисбаланса. Уколико стопе инфлације буду ниже и уједначеније, и трговинска размена ће бити стабилнија, што ће поспешити даљу интеграцију. Ово ће такође, попут испуњења осталих критеријума, редуковати потребу за корекцијом номиналног курса.¹²⁶

Хармонизовани индекс потрошачких цена HICP (*Harmonised Index of Consumer Prices*) представља упоредив индикатор инфлације и стабилности цена дат од стране Европске централне банке ЕСВ. Област која је обухваћена овим индикатором је Европска економска област и земље кандидати за чланство у ЕУ. Користи се у сврху монетарне политике и процену конвергенције стопа инфлације. Један од задатака ЕСВ је да одржава стопу инфлације за ЕМУ испод, а близу 2%, што је постигнуто само 1999. и 2009. године. Може се приметити да за Грчку, Ирску и Шпанију су те вредности ван предвиђених оквира.¹²⁷ По подацима од стране ЕСВ, стопа инфлације, односно HICP индекс на нивоу ЕУ је 0,7%, закључно са априлом 2014. године.

Слика 12. Стопа инфлација – HICP индекс еврозоне



¹²⁶ Salines, et al. (2011) *Beyond the Economics of the Euro: Analysing the Institutional Evolution of EMU 1999–2010*. Occasional Paper Series No 127. Frankfurt: ECB.31.

¹²⁷ Eurostat (2014k) *HICP – Inflation rate*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00118> (15. 4. 2014)

Извор: ЕСВ, (2014а): Statistical Data Warehouse, Selected Indicators for the Euro Area. Доступно на: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.1> (12. 5. 2014)

Са претходним имамо комплементарно објашњење за различите стопе инфлације кроз теорију Паритета куповних моћи PPP (*Purchasing Power Parity*) где нивои цена расту како долази до већег степена конвергенције. Манифестује се ефекат пристизања у нивоима PPP мање развијених са развијенијим земљама еврозоне. На основу података се јасно може закључити да долази до конвергенције PPP на нивоу еврозоне.¹²⁸ У периоду од 2003. до 2013. године исказан је раст PPP од приближно 28%. Почетни, низак ниво цена у Грчкој, Шпанији и Португалу је у складу са вишим стопама инфлације у тим земљама.¹²⁹

2.2.3.7 Фискална интеграција

Једини приступ у фискалној политици ЕМУ има кроз буџетску дисциплину, односно настојању да је одржи, са границом дефицита која је постављена на 3% од ВДП.¹³⁰ На основу података се види да су ту дисциплину константно кршиле три земље: Шпанија, Португал и посебно Грчка. Затим, Ирска која је услед економске кризе била ван оквира од 2007. до 2009. године. Италија је имала кризне 2010. и 2011. годину, а Француска од 2006. године има константни благи раст дефицита платног биланса.¹³¹

По подацима ЕСВ, државни дефицит на нивоу ЕУ је 2,1 % ВДП-а, закључно са последњим кварталом 2013. године.

¹²⁸ EC (2012) *Annual Report 2005 on the European Community's Development Policy and the Implementation of External Assistance in 2004*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/europeaid/multimedia/publications/publications/annual-reports/2005_en.htm (1. 3. 2014).

¹²⁹ Eurostat, (2014a): *GDP per capita in PPS*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00114> (14. 4. 2014)

¹³⁰ Eichengreen, B. Wyplosz, C. (1998) The Stability Pact: More Than a Minor Nuisance?, *Economic Policy*, 13(26). 101.

¹³¹ Eurostat (2014k) *General Government Deficit/Surplus*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1> (12.5.2014)

Слика 13. Државни дефицит/суфицит еврозоне (у % ВДР)



Извор: ЕЦБ, (2014а): Statistical Data Warehouse, Selected Indicators for the Euro Area.

Доступно на: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=r1.1> (12. 5. 2014)

По подацима ЕЦБ, државни дуг на нивоу ЕУ је 92,6% од ВДР, закључно са последњим кварталом 2013. године.

Слика 14. Државни дуг еврозоне у % од ВДР



Извор: ЕЦБ, (2014а): Statistical Data Warehouse, Selected Indicators for the Euro Area.

Доступно на: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=r1.1> (12. 5. 2014)

Буџетска дисциплина није била систематски присутна у оквиру ЕМУ. Долази до акумулације јавног дуга, што се може јасно видети, као и лимит од 60% који су пробиле многе земље, а који је стављен као Мастритски критеријум број 3.¹³² Ово је изазвало кризу државних дугова, која је проузроковала велике пакете финансијске помоћи Ирској и

¹³² Durnev A., Morck R. i Yeung B (2004) Value enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Return Variation. *Journal of Finance*. 59(1). 65.

Португалу,¹³³ као и за највећег дужника у оквиру ЕУ зоне – Грчку.¹³⁴ ЕЦБ се овде појављује у функцији крајњег повериоца-зајмодавца у крајњој инстанци (*Lender of last resort*).

Ове земље су добиле помоћ кроз програм Европског финансијског стабилизационог механизма ЕФМС (*European Financial Stabilisation Mechanism*), који је оформљен 2010. године. Као наставак и побољшање плана, промовисан је европски стабилизациони механизам ЕСМ (*European Stability Mechanism*) 2012. године.

2.2.3.8 Мобилност фактора

Географска мобилност радне снаге у оквиру еврозоне је врло ниска, а такође и у оквиру самих земаља. Грађани ЕУ су мање вољни за селидбу због новог посла у односу на грађане САД. Асиметрични шокови доводе до раста незапослености, а покретљивост радне снаге може да ублажи овај ефекат. Услед ниске покретљивости радне снаге у ЕУ, могућност ублажавања шока са овим ефектом је прилично лимитирајућа.¹³⁵

2.2.3.9 Трансферна/фискална плаћања

У случају асиметричног шока могу се вршити трансферна плаћања у циљу успостављања еквилибријума, што представља битну карактеристику једне валутне уније. Прилив капитала иде од земаља ОВР са суфицитом ка земљама тог подручја са дефицитом платног биланса у случају економског шока. Ово резултира уједначавањем каматних стопа у оквиру валутног подручја. Постоји могућност да платни трансфери могу касније да дестабилизују кретање капитала и да треба имати дугорочни план са овим трансферима, а не

¹³³ ЕС (2014а) *Economic and Financial Affairs: European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm (22. 4. 2014)

¹³⁴ ЕС (2014б) *Economic and Financial Affairs: Financial Assistance to Greece*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm (22. 4. 2014)

¹³⁵ Krugman, P.R. i Obstfeld, M. (2009) *International Economics. Theory and Policy*. 8. Boston: Pearson Addison-Wesley. 156.

користити исте као *ad hoc* решење.¹³⁶ EMU још увек није постао попут система Федералних резерви SAD, који је далеко ефикаснији и има дужу традицију. Ма колико се сматрало да је интеграција тржишта капитала у потпуности развијена и код EU и SAD, трансфери капитала у SAD могу да ублаже већи део асиметричног шока у односу на EMU.¹³⁷

Такође, систем фискалног федерализма у SAD даје помоћ држави која има економске показатеље испод дозвољеног нивоа у односу на остале државе и аутоматски добија помоћ од Вашингтона. На тај начин код фиксног девизног курса долази до неутрализације шока. Овај случај није исти и у EMU јер EU нема развијен централизован фискални систем, односно њене могућности су ограничене.¹³⁸

Пут у добром смеру би управо било јачање институција фискалне политике EU, попут ESM, као и припреме од стране ECB за увођење Јединственог механизма за супервизију SSM (*Single Supervisory Mechanism*).¹³⁹

2.2.4 Да ли европска монетарна унија представља оптимално валутно подручје?

Теорија OVP, или бар њене смернице, актуелизују се са светском финансијском кризом из 2008. године, која је истакла неколико недостатака EMU, попут осетљивости на асиметричне шокове и немогућности јасног деловања. Анализу једне валутне области је најбоље вршити путем критеријума теорије OVP. Идеја је била да ће заједничка валута стимулисати кретање капитала и радне снаге и тако повећати степен економског интегрисања. Требало је сачекати са увођењем евра док се не испуне критеријуми OVP због продубљивања економског јаза међу чланицама. Језгро EMU има много боље перформансе

¹³⁶ Mongelli F. P. (2008) op.cit. 5.

¹³⁷ Marinheiro, C. F. (2003) Output Smoothing in EMU and OECD: Can We Forego Government Contribution? A Risk Sharing Approach. Working Paper 1051. Munich: CESifo. 27.

¹³⁸ Krugman P.R. i Obstfeld M. (2009) op.cit. 573.

¹³⁹ ECB (2014d) *Banking Supervision: The Single Supervisory Mechanism*. Frankfurt: European Central Bank. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.en.html> (12. 5. 2014)

од периферије и са наставком процеса доћи ће и до продубљивања разлике, тј. тог јаза.¹⁴⁰ Ипак, политичка воља је стављена испред испуњености услова.

Постоје докази да су национална финансијска тржишта интегрисанија као резултат увођења евра. То је исто резултирало и већом специјализацијом, која је повећала осетљивост на асиметричне шокове. Могућност реаговања ЕМУ је ограничена јер не постоји институција која ће спроводити фискалну политику ЕУ, која би вршила трансферна плаћања са потребном брзином деловања у неопходном нивоу. Компензациони критеријуми који би помогли да се ублаже асиметрични шокови попут покретљивости радне снаге не постоје, или их нема у довољном обиму. Неки кораци су покренути у циљу побољшања фискалне и економске интеграције, али су разлике међу чланицама и даље велике. Да би ЕУ била попут SAD, мораће да се направи флексибилно тржиште рада, да се изврши реформа фискалног система и настави продубљивање политичке уније.

Поставити критеријуме у исту равн и утврдити степен њиховог утицаја на OVP тешко је извршити, јер и самој теорији недостаје јединствен оквир. Може се рећи да постоји проблем недоследности услед непостојања прецизних параметара, односно давања различитих резултата, анализом истих критеријума. На основу значајног напретка у економетрији, било је могуће да се поново уђе у анализу ограничења ове теорије и појединих критеријума, као и да се изврши анализа трансмисије економских шокова. Употреба савремених аналитичких алата даје наду у испуњење незавршеног циља постављеног од зачетника ове теорије, а то је да се креира конзистентан оквир који би олакшао утврђивање оптималног девизног курса.¹⁴¹

Теорија OVP има велике заслуге као методологија и катализатор за анализу. Без ове теорије вероватно не би било и толиког надзора и анализе економских карактеристика које чине камене темељце монетарне унификације.¹⁴² Она представља модеран допринос

¹⁴⁰ Durnev A., Morck R., Yeung B. i Zarowin P. (2003) Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?. *Journal of Accounting Research*.41(5).797.

¹⁴¹ Tavlas G. S. i Dellas, H. (2009) op.cit.1117.

¹⁴² Билас В. (2005) *Теорија оптималног валутног подручја*. Евро и Европска монетарна Унија. Економски факултет у Загребу. Зборник радова. 41.

политици монетарне економије и служи као полазна основа за креирање нових валута и монетарних унија.¹⁴³

¹⁴³ Petković V. (2014) Optimalna valutna područja na slučaju Evropske Unije. *Megatrend revija*. Beograd. Megatrend univerzitet. Vol. 11, br. 4 (2014). 197.

3. ПРОЦЕС ЕКОНОМСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ У ЗАПАДНОЈ ЕВРОПИ

3.1 ЕВРОПСКА ПЛАТНА УНИЈА (ЕПУ) (1950–1958)

3.1.1 Увод у европске економске интеграције након II светског рата

Процес европске економске интеграције репрезентован је Европском платном унијом (ЕПУ), Европском заједницом за челик и угаљ (ЕССЦ, European Coal and Steel Community), јединственим тржиштем и евром, који представљају највидљивије аспекте развоја Европе након II светског рата. Слободно кретање капитала је практично заустављено услед валутне неконвертибилности и ригидне контроле спољнотрговинских токова. Након шездесетогодишњег периода, трговински обим се увећао педесет пута, слободна трговина и слободно кретање капитала преовлађује на целој територији Европе, а најбитнији резултат је стварање нове валута евра.¹⁴⁴

Под економском монетарном интеграцијом подразумева се употреба једне валуте као званичног средства плаћања у две или више националних економија, које заједно чине валутно подручје. Процес монетарне интеграције доводи до смањења укупног броја националних валута у свету, што се назива валутном консолидацијом.¹⁴⁵

Идеја о повезивању простора европског континента, то јест уједињења Европе стара је колико и сама Европа. Њени почeci датирају још од времена Римског царства, преко царства Карла великог, Наполеоновог царства до нацистичке окупације. Европска унија (ЕУ) је

¹⁴⁴ Eichengreen B. i Boltho A. (2008) The economic impact of european integration. *Discussion Paper Series*. 6820. London. Centre for Economic Policy Research.. 2.

¹⁴⁵ Станишић Н. (2015) „Међународна монетарна интеграција-изазови прихватања регионалне валуте“. Крагујевац. Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет. 2.

результат процеса сарадње међу европским државама и данас је много више од међународне, наднационалне организације, али још није и облик политичке уније.¹⁴⁶

То крајње стање по којем би требало да се одреди функционисање ЕУ још није дефинисано, а најважнија карактеристика је стална промена и јединственост појаве ЕУ у историји. Не постоји облик организације сличног типа са којом би је поредили и анализирали.

Први корак у процесу економског уједињења Европљана након II светског рата десио се 1948. године на конгресу у Хагу, где су се окупили бројни европски покрети. Конгресом је председавао Винстон Черчил. Један од најважнијих закључака је била и потреба за стварањем економског и политичког уједињења Европе и спремност европских држава да пренесу део сопственог суверенитета на наднационални ниво.

У међувремену, један од корака ка економској интеграцији било је стварање наднационалне организације – царинске уније Бенелукса; између Белгије, Холандије и Луксембурга 1948. године. Ово је довело до стварања Организације за европску економску сарадњу (ОЕСС, Organisation for Economic Cooperation) 1948. године.¹⁴⁷ Битан корак представљало је и формирање Европске заједнице за угаљ и челик (шест чланица) на основу споразума из Париза 1950. године. Поред тога што је ово несумњиво био корак ка даљој европској интеграцији, заправо прави разлог је био да се новоформирана држава – Западна Немачка – уведе у колективни сигурносни систем како би се спречило понављање рата. „Јурити ка миру“ био је мото изворне европске интеграције.¹⁴⁸

Битан моменат у историји европских економских интеграција свакако јесте уговор из Рима потписан 1957. године, којим се оснива Европска економска заједница (ЕЕЗ). ЕЕЗ се обавезала да оснује заједничко тржиште уз постепено уклањање свих баријера и ограничења. Том приликом је основана и Европска инвестициона банка (ЕИБ).

¹⁴⁶ McCormick J. (2008) op.cit. 13.

¹⁴⁷ И. Ј. Џомбић (2010) *Европска унија – прошлост, садашњост, будућност*. Сарајево. ФеС, стр. 16.

¹⁴⁸ A. Verdun (2002) *TheEuro: European Integration Theory and Economic and Monetary Union*. USA. Lanham: Rowman & Littlefield. 17.

Принципи монетарне и економске уније су договорени 1969. године на Самиту у Хагу и на основу њих је предвиђено увођење заједничке валуте до 1980. године. Следећи корак је било формирање Европског монетарног система 1979. године са најважнијим елементом – механизмом размене валута (ERM – Exchange Rate Mechanism) услед недостатака претходног плана. Следећи битан корак ка економској интеграцији представља потписивање Јединственог европског акта (ЈЕА) 1986. године у Луксембургу, с најважнијим циљем – да се до 1992. године остваре услови за јединствено тржиште, што подразумева даље уклањање свих физичких и фискалних баријера, као и техничких у циљу стварања простора у коме ће бити обезбеђено слободно кретање роба, људи, услуга и капитала. Овај процес је водила Европска комисија на челу са Жаком Делором. Као најважнији резултат ЈЕА је стварање највећег тржишта и трговинске силе на свету. На основу уговора у Маастрихту 1992. године основани су Европска централна банка (ЕЦБ) и Европски систем централних банака (ЕСЦБ), а 2002. године валута евро улази у оптицај у 12 европских земаља. Услови који морају да буду задовољени за припадање монетарној унији називају се критеријумима конвергенције у којима се налази стопа инфлације, буџетски дефицит не већи од 3%, јавни дуг до 60% BDP-а, референтна каматна стопа и флукуација валуте. Економска политика остаје у великој мери у надлежности држава чланица, тако да непоштовање критеријума и непоштовање казних мера представља озбиљне изазове и опасности по Европску монетарну унију (ЕМУ) и самим тим по валуту евро, посебно након светске економске кризе. Најочљивији пример за то је Грчка.¹⁴⁹

Постоји више теорија интеграција које су често и супротстављене по питању европских интеграција. Истичу се две које су, свака у свом периоду, објашњавале процесе интеграције. Једну је развио Ernst Haas, у којој су објашњени субјекти и механизми који воде до будућих интеграција. Ова теорија се још назива и нефункционална теорија интеграција.

Друга теорија интеграција је настала шездесетих година 20. века када је процес интеграција стао, а поставио ју је Stanley Hoffmann на основу недостатака претходне теорије. Ова теорија је представљена као међудржавна теорија интеграција. Дебате о приступу у интеграционим процесима биле су актуелне деведесетих година 20. века и стално допуњаване. Код другог приступа се више пажње обраћа на државе, које у процесу интеграције учествују уколико је процес у директном интересу те државе. Приоритети су пре

¹⁴⁹ Бобић М. (2011) Политичке групације у Европи. Београд. КАС. 91.

свега детерминистички и фокусирани на економски интерес. Неофункционални приступ подразумева шири приступ од претходно описаног и он укључује поред националних држава још и друштвене учеснике и улогу наднационалних организација. Анализирају се услови и догађаји на основу којих се врши транзиција са националног на наднационални – европски ниво. Најзначајни субјекти државе (на разним нивоима), друштвени и наднационални актери преузимају на себе неке функције државе и понашају се предузетнички.

Историја показује да је глобални контекст кључан за тумачења европског интеграционог процеса, а посебно стварање ЕМУ. Први план за економску и монетарну унификацију, Вернеров план, пропао је услед неповољних међународних околности и различитих државних стратегија за решавање изазова седамдесетих година прошлог века. Наставак овог пута је уследио кроз успех Европског монетарног система (EMS) 1979. године и у оквиру њега European Exchange Rate Mechanism (ERM) у циљу смањења осцилација девизног курса и постизања монетарне стабилности у Европи. Поновно покретање процеса стварања ЕМУ је почело са увођењем Јединственог европског акта (Single European Act) – Делоров извештај из 1989. године.

Процес стварања ЕМУ је каснио из више разлога, где су сви разлози у себи имали и глобалну компоненту. Најоучљивији су били настанак позитивног амбијента стварањем јединственог тржишта, затим потреба за институционализацијом успеха ERM. Ту је постојала и потреба за либерализацијом тржишта капитала. Глобализација је имплицирала да би државне политике биле делотворније уколико се усаглашавају са земљама суседима са којима имају значајну трговинску размену. Врло значајна ствар за стварање ЕМУ била је и крај хладног рата и унификација Немачке. Захваљујући овим, као и осталим мање битним разлозима ЕМУ је прво опстала деведесетих година и наставила да функционише до садашњег тренутка.

Европски интеграциони процес обухвата различите фазе развоја које су се манифестовале кроз ЕПУ и Европску заједницу за челик и угаљ (European Coal and Steel Community – ECSC), па наставиле процес интеграције са Заједничким тржиштем, Европски монетарним системом EMS и пројектом Заједничког тржишта из 1992. године, све до Европске монетарне уније ЕМУ.¹⁵⁰

¹⁵⁰ A. Verdun (2002) op.cit. 188.

У наредном тексту пажња ће бити посвећена интеграционим процесима на европском континенту који су од значаја за валуту евро.

3.1.2. Формирање Европске платне уније и њено функционисање

Први значајан корак у европским интеграцијама након II светског рата је формирање Европска платна унија (EPU). Предуслов за реконструкцију интраевропске трговине и стварање заједничког тржишта био је условљен укидањем контроле конверзије валута током рата и након њега. Валуте су постале конвертибилне по текућем рачуну, односно била је слободна куповина и продаја, што је био један од предуслова за реконструкцију интраевропске трговине и стварања заједничког тржишта. У процесу повратка конвертибилности европске земље су се суочиле са проблемом координације. Земље чланице EPU, које су кориснице Маршаловог плана, постигле су споразум о усвајању Либерализационог кода, помоћу којег ће постепено искључити контролу конверзије валута и остале дискриминационе трговинске мере у наредном периоду. Организација која је била одређена за спровођење овог кода била је Организација за европску економску интеграцију (Organisation for European Economic Cooperation – ОЕЕС). Ова организација је касније прерасла у ОЕСД. Управни одбор EPU састојао се од независних финансијских експерата који су пратили испуњење обавеза држава чланица у складу са обавезама. Пуна конвертибилност по текућем рачуну постепено је обновљена педесетих година 20. века. Посматрајући цео процес са временске дистанце, процес послератног развоја Европе највероватније би био знатно дужи. Алтернатива овоме би био само Међународни монетарни фонд, који би био мање фокусиран на Европу од EPU.¹⁵¹

Европска заједница за угаљ и челик била је следећи корак европских интеграција (European Coal and Steel Community – ECSC). Идеје Жана Монеа које су послужиле као основа за париску конференцију 1950. године и које је презентовао Шуман биле су усмерене ка стварању новог наднационалног тела. Оно би промовисало конкурентност, елиминисало све трговинске рестрикције и управљало инвестицијама. За разлику од ових идеја, ECSC није успела да креира јединствено тржиште за угаљ и челик. Ова заједница је мале помаке

¹⁵¹ Eichengreen, B. (1996) *Institutions and Economic Growth: Europe after World War II*. U: *Economic Growth in Europe Since 1945*, ur.: N.F.R.Crafts i G.Toniolo. Cambridge. England: Cambridge University Press. 27.

учинила на стимулацији технолошке и организационе промене. Интенција креатора ове заједнице била је да се расформирају предратне везе произвођача и картела. Немачка машинска индустрија била је критична за опоравак Западне Европе и из тог разлога никада није дошло до расформирања и дислокације немачке тешке индустрије. Један од битних аспеката ESCS је да је омогућио пут ка Споразуму из Рима.

Европска платна унија (EPU) са успехом је функционисала као организација од 1. јула 1950. године до 27. децембра 1958. године, када је повраћена конвертибилност текућег рачуна држава чланица. Тада је замењена Европским монетарним споразумом (потписаним у Паризу 5. августа 1955. године). Спровођен је са стране Организације за европску економску кооперацију (ОЕЕС – Organization for European Economic Cooperation) која је касније преименована у Организацију за економску сарадњу и развој (ОЕСД – Organisation for Economic Cooperation and Development). Споразум је омогућавао функционисање мултилатералног клиринг система. Споразум је окончан са стране ОЕСД 1972. године оног тренутка када су се његови циљеви увелико поклапали са циљевима Међународног монетарног фонда – ММФ (IMF – International Monetary Fund).¹⁵²

SAD су виделе у Маршаловом плану механизам за развој европских интеграција и услов који је био обавезан за дистрибуцију помоћи, од стране САД, које су инвестирале 500 милиона долара у овај план. План је био да се укину трговинска ограничења на интраевропску трговину и да се изврши координација националних планова за опоравак и правилан начин алокације средстава. Организација која је била задужена да то спроведе је Организација за европску економску кооперацију – ОЕЕС, која је касније прерасла у ОЕСД.¹⁵³

Поновно покретање трговине у послератној Европи извршено је кроз EPU, која је представљала механизам који је мултилатерализовао билатералне споразуме. Принцип рада је био да свака земља на крају сваког месеца своје нето билансе са сваком земљом предаје на обраду финансијском агенту EPU – Банци за међународна поравнања. Из перспективе било које земље, актива или обавезе у иностраној валути, нису правиле разлику са којом ће се

¹⁵² Eichengreen B. i Macedo J.B. (2001) The European Payments Union: History and Implications for the Evolution of the International Financial Architecture. Paris: OECD Development Centre. 7.

¹⁵³ B. Eichengreen i Boltho A. (2008) op.cit. 15.

европском земљом трговати. Једино је био битан општи биланс стања европских валута на крају дана.¹⁵⁴

Овај систем доживео је велику популарност у смислу што земљама дужницима пружа могућност осигуравања позајмице, док земље кредитори могу да обављају робну размену у конвертибилним потраживањима. Још један од разлога за земље кредиторе да буду члан ЕПУ је либерализација трговине. Државе чланице ЕПУ су биле у обавези да редукују трговинске баријере у односу на претходни период, све до 75%, а све под условом заштите билансирања потраживања и обавеза.

Економски опоравак Европе и сам развој трговине омогућен је обезбеђењем кредитне линије од стране ЕПУ. Као резултат функционисања ЕПУ је да су се поравнања у злату и доларима редуковала за чак 75% у односу на систем без ЕПУ, под стриктним билатерализмом.¹⁵⁵

Више из политичких разлога него из оних економских сматра се да је ЕПУ била неопходна за послератни развој Европе, чији је развој био конципиран пре свега на социјалном пакту. Потенцијални проблем око дистрибуције добити, који је карактеристичан за период након I светског рата, успешно је отклоњен. Свака држава чланица се обавезала да краткорочне добити искористи за дугорочно инвестирање све док се сви придржавају тог принципа. Овај принцип су усвојили раднички синдикати који су у сарадњи са послодавцима и државама споразумима регулисали одрицање дела приходка радника и пристали на контролисане плате у сврси даљег инвестирања и обнове производних капацитета. Ово је било значајно и зато што су каматне стопе биле високе након рата. Јачањем трговинске размене ЕПУ је успела да умањи тражене уступке и одрицања. План који се спроводио подразумевао је девалвацију релативних цена производа у циљу повећања атрактивности европских производа уз истовремено смањење увоза чланица ЕПУ од неевропских земаља. Тиме је дошло до јачања конвертибилности европских валута. ЕПУ је увела сетове нецаринских баријера ка земљама са неконвертибилним валутама. Механизам који је покренут могао је врло лако да дестабилизује све договоре у послератној Европи да није

¹⁵⁴ Guido C. (1981) From the European Payments Union to the European Monetary System. U: Cooper et al.. 164.

¹⁵⁵ Eichengreen B. i Macedo J.B. (2001) op.cit. 4.

било система ЕПУ, који је отклонио ову опасност. Такође, владе земаља су дале чврсте гаранције радницима да ће се договори испоштовати.¹⁵⁶

Још један елемент који је допринео развоју послератне Европе представља експанзија трговинске размене. За разлику од праксе из тридесетих година 20. века, послератна Европа је трговину користила као мотор развоја. Економијама држава чланица ЕПУ је било омогућено да употребе своје компаративне предности и користе економију обима и подручје уније. Овај процес је инициран либерализацијом интраевропске трговине, где су европске нације већ природни трговински партнери, са обзиром на близину и заједничку историју. Генерално, Немачка је главни произвођач капиталних добара, док су остале европске нације произвођачи потрошачких добара. Ослањајући се на компаративне предности, врло брзо је дошло до експанзије трговине, производње и добити.

Постављање економске политике ЕПУ да буде извозно оријентисана изискивало је значајне ресурсе, а и бојазан да се не понове тридесете године, те су доносиоци политике морали да буду уверени да ЕПУ функционише. У конкретном случају, највећу бојазан је представљала Немачка, која је у процесу да своје производне капацитете употребљава у циљу општег благостања. Два последња рата су то оповргавала. Али трајно смањење немачког производног капацитета значајно би се одразило на европску економију. Тада би се смањила потражња за добрима из осталих земаља, повећала би се цена инвестирања, била би још већа несташица долара и то би усмерило остале земље ка производњи капиталних добара.

Европска платна унија (ЕПУ) централизовала је периодичне накнаде за увоз и извоз и обезбеђивала, преко „квота система“, одређени кредитни потенцијал ефикасности и злата који је стављала својим члановима на располагање. Земље чланице су биле: Аустрија, Белгија, Данска, Француска, Федерална Република Немачка, Велика Британија, Грчка, Исланд, Ирска, Италија, Луксембург, Холандија, Норвешка, Португалија, Турска, Шведска и Швајцарска.

Организација ОЕЕС била је задужена за праћење трговинске размене и наметање санкција, у смислу недоступности кредитних линија ЕПУ у случају непридржавања политике ЕПУ. Она је подржавала ЕПУ и спроводила Маршалов план.

¹⁵⁶ Maier C. S. (1981) The two postwar eras and the conditions for stability in twentieth-century Western Europe. *American Historical Review*. 86(2). 333.

ЕПУ замишљена је као краткорочни систем који ће помоћи европским земљама да се консолидују и буду способне да учествују у светском трговинском систему. Такође, циљ је био једнакост између чланова и уклањање трговинских дискриминација које би угрожавале међународну трговину и размену. Иако ови циљеви нису у потпуности остварени, ЕПУ као мултилатерални клиринг систем се сматра веома успешним.

Након стварања заједничког тржишта и објављивања курсних односа земаља чланица са другим валутама (децембар 1958. године), Европску платну унију заменио је Европски монетарни споразум.

Унија је била основана преко доминантне иницијативе САД, која је била јако заинтересована за развијање мултилатералног клиринг система и вршење обрачуна преко америчког долара, што је касније учврстило јачање политичке и економске позиције САД.¹⁵⁷

3.1.3 Кратка историја ЕПУ

Током 1949. године постало је јасно да се главни проблем Европе померио са области производње на област трговине и плаћања. Подешавање курса валута од септембра 1949. године не само да је поправило компететивну позицију земаља чије су валуте девалвиране у односу на долар већ је и служило бољем билансу унутаревропске трговине. Послератна Европа ужива у трговини као покретачу раста у којој је националним економијама омогућено да достигну компаративну предност и експлоатишу своје економије количине и опсега.¹⁵⁸

Као и сви претходни планови за мултилатералне клиринг системе, ЕПУ пројект се састојао од два сепарисана дела: (1) *клиринг механизма* и (2) *механизма плаћања (settlement)*.

(1) Има за циљ допуштање земљама да премосте дефицит преко суфицита других земаља. Идеја је била да све земље имају рачун у платној унији, на којим би се сабирале обављане трансакције сваке земље на билатералном нивоу, а трансакција би се вршила на нивоу месечних интервала уз утврђивање тога која је земља остварила дефицит, а која суфицит и сходно томе која ће бити поверилац или дужник ЕПУ. Велика предност оваквог функционисања у поређењу са билатералним системом јесте чињеница да за земљу више

¹⁵⁷ Eichengreen B. i Macedo J.B. (2001) op.cit. 11.

¹⁵⁸ Cassela A. i Eichengreen B. (1993) Halting Inflation in Italy and France after World War II. U: *Monetary Regimes in Transition*, Ur.: Bordo M.D. i Capie F. Cambridge. England:Cambridge University Press. 322.

није директан проблем остваривање дефицита у трговини са другим земљама зато што он бива компензован суфицитом друге земље. Такође омогућава земљама које остварују велике дефиците, у укупном платном билансу, да не морају да уводе трговинске забране у погледу количине да би уравнотежиле платни биланс.

(2) Измиривање обавеза из мултилатералних односа намеће пуно битних питања. Стопроцентно измиривање обавеза у злату или доларима довело би до комплетне конвертибилности европских валута. До таквог договора се дошло због ризика да ако би земље знале да велики кредитни потенцијал стоји на располагању за покривање дефицита без полагања злата, могле би да посегну за интензивним задуживањем и да воде лабаве монетарне политике, што би их на крају опет довело до стања инфлације из којих су покушале да се извуку.¹⁵⁹

3.2 Вернеров извештај

Бретон–Вуд систем срушио се августа 1971, а чланови ЕЕЗ заговарали су различиту економску политику. Представници држава Западне Европе су 1969. године захтевали план реализације економског и монетарног јединства. Резултат тога било је објављивање Вернеровог извештаја 1970. године, који је био исувише напредан за дати ниво економских и финансијских интеграција. Почетком седамдесетих година долази до великих промена у међународним монетарним односима. Земље чланице Европске економске заједнице у Базелу 1972. године склапају споразум о *европској монетарној змији*, а већ наредне године доносе одлуку о пливању њихових валута у односу на долар, док је девизни курс флукутирао +/- 2,25% од валутног паритета. Године 1973. почиње са радом Европски фонд за монетарну сарадњу, а одмах након тога створена је европска обрачунска јединица као средство за исказивање трансакција. Њена вредност се заснивала на „*корти валута*“ земаља чланица.¹⁶⁰

¹⁵⁹ Board of Governors of the Federal Reserve System U.S. (1950) European Payments Union: A Short History. Box 49. Folder 14, Item 6. dostupno na: https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=462845&filepath=/docs/historical/eccles/049_14_0006.pdf#scribd-open (13. 11. 2015)

¹⁶⁰ Јовановић Гавриловић П. (2012) *Међународно пословно финансирање. XIV*. Економски факултет, Универзитета у Београду, Београд. 135.

Почетком деведесетих година проширене су маргине за осцилације девизних курсева на 15% изнад и испод утврђеног девизног паритета. За одржавање девизног паритета биле су одговорне обе земље, што је доприносило још већој сарадњи и финансијској подршци на девизном тржишту. Успех у одржавању паритета европских валута показао се променљивим, чему су допринели и нафтни шокови, економске рецесије и све веће стопе инфлације, а што је био главни узрок пропасти Европске монетарне змије.

Идеја о јединственој европској валути, у оквиру привредне и монетарне уније, први пут је конкретизована 1970. у извештају премијера и министра финансија Пјера Вернера.

„План Вернер“ је у акционом плану реализације циљева предвидео постепени приступ који би се одвијао у две етапе, што је значајно потенцијално омогућило имплементацију свих захтева и остварења циљева на дужи рок. Сходно томе, реализација би се по „Плану Вернер“ одвијала у две етапе:

1. По акционом плану предвиђено је да се од 1971. до 1974. године одвија прва етапа, која је подразумевала¹⁶¹:

- Јачање економске конвергенције и краткорочне економске сарадње.
- Стварање услова за лакше кретање лица, средстава, капитала и пружања услуга.
- Усклађивање привредног развоја.
- Јаче ресорно повезивање земаља чланица путем састајања министара Савета, најмање три пута годишње, на којима би се, између осталог, разматрали основни елементи заједничког буџетског дефицита.
- Боља координација монетарних политика међу земљама чланицама, са циљем успостављања тесних маржи флукуације које су на снази у односу на долар. Како би боља координација била остварена, предвиђена је нешто јача улога Комитета гувернера и централних банака.
- Модификација правних оквира у циљу припреме за прелазак у другу етапу Вернеровог плана. Стога је било предвиђено да Комитет гувернера централних банака даје предлог организације, система функционисања, као и статут Европског фонда за монетарну сарадњу до краја јуна 1972. године.

¹⁶¹ Прокопијевић М. (2007) *Европска монетарна унија*. Београд: Грађевинска књига. 35.

2. Реализација друге етапе, за разлику од прве, није била временски ограничена. У суштини, она је практични приступ примене мера које су биле утврђене у првој етапи. Стога, друга етапа предвиђа оснивање Европског фонда за монетарну сарадњу, Европског монетарног института и Европског система централних банака.

Европски монетарни систем доживео је, почетком 90-их година, прве ударце кризе, што је довело до шпекулативних напада на валуте земаља које су биле прецењене. Други разлог кризе био је нагли пораст инфлације и нарушавање монетарне стабилности на шта је Европска централна банка реаговала рестриктивном монетарном политиком. Шпекулативни напади, пре свега, погодили су италијанску лиру и британску фунту. Убрзо након тога, талас шпекулативних напада се пренео и на остале валуте, иако у датом тренутку нису биле прецењене. Међутим, упркос бројним тешкоћама монетарна интеграција у Европи је успостављена, а нова заједничка валута, евро, добила је прво место у међународним плаћањима.¹⁶²

3.2.1 Предности

Једна од главних предности плана јесте чињеница да је план успео да прецизно дефинише прелазак надлежности са националног нивоа на комунитарни ниво. Такође, основни принципи у монетарној области јасно су разрађени чак до нивоа земаља чланица и у више димензија, од којих су биле најважније ликвидности каматних стопа, интервенција, фиксних паритета, као и успостављање одговорности на плану утврђивања буџетске и монетарне политике.

Јасан акциони план, двоетапни приступ и динамика омогућили су лакшу имплементацију и остварење плана, што је још једна од кључних предности. Овакав приступ је омогућио комбинацију краткорочних и дугорочних циљева, као и задатака, па је сходно томе био реалан и одржив дугорочно кроз остварење краткорочних циљева.¹⁶³

¹⁶² Јањевић М. (1998) *Европска монетарна унија*. Београд: Гласник. 104.

¹⁶³ Rodica E. R. (2012) Conclusion. Luxemburg: CVCE. Dostupno na: http://www.cvce.eu/content/publication/2012/4/5/5e676602-8225-427e-a22d-7ad637faee28/publishable_en.pdf

(13. 11. 2015)

Иако не потпуно флексибилан, план је имао места за промене и дозволио неке компромисе у предвиђању стварања и економске и монетарне уније, што је у најмању руку олакшало његово усвајање (компромис између Немачке и Француске). Па је тако план био направљен димензионално како би балансирао интересе између „економиста“ (Немачка и Холандија) и „монетариста“ (Француска, Белгија и донекле Италија) концентришући се на обе димензије паралелним покретима.

План је до детаља предвидео потребу и важност координације монетарне политике, као и њено квалитетно институционално функционисање. На овај начин постојали су објашњени јасни предуслови који би омогућили интеграцију и успех у остварењу плана, што је зависило директно од координације монетарних политика земаља чланица и њихових оркестрираних деловања на тржишту.

Оснивање комитета унутар групе, омогућило је боље остварење акционог плана у свакој од пет кључних димензија. Сходно томе, ниједна од димензија није могла бити запостављена услед мањка времена. Штавише, сваки комитет је имао одговорност за одређену групу питања и остварење акционог плана услед дате димензије¹⁶⁴.

План је у другом покушају унапређен у смислу немогућности преласка на другу етапу пре успешне реализације прве етапе (немачки услов). О успешности прве етапе је једногласно морао да одлучи Савет министара. План је успео да концепцијски разради и дефинише монетарну и економску унију и тако постао, може се рећи, први документ овога типа применљив концептуално чак и данас. Постављени су механизми размене који су коришћени и у каснијем периоду, познатији под називом „европска змија у тунелу“¹⁶⁵

3.2.2 Слабости

Нажалост, „План Вернер“ није успео да успостави довољно висок ниво веза међу земљама чланицама, нарочито када је у питању монетарна област.

164 Јањевић М. (1998) op.cit. 68.

¹⁶⁵ Rodica E. R. (2012) Pierre Werner's Role in the Drafting and Adoption of the Report. Luxemburg: CVCE. Dostupno на: http://www.cvce.eu/content/publication/2014/7/9/b79ec349-da82-4ed3-8d0c-c6584fc9a9fc/publishable_en.pdf (13. 11. 2015)

План није оставио простор за могуће поремећаје у монетарној области, како интерних, тако и екстерних утицаја, па су тако евидентирани велики износи шпекулативног капитала у Европи. Последица тога било је напуштање смањења маржи флукуације и мера за либерализацију финансијских кретања.

Даљи развој и пут интеграције европских земаља треба тражити у коришћењу механизма размене у каснијем периоду, познатији под називом „европска змија у тунелу“.

3.3. Европска „змија у тунелу“ и флукуирање блока европских валута (1972–1978)

Шест чланица Европске заједнице покушале су да наставе процес монетарне интеграције са такозваним механизмом „змија у тунелу“. Тај механизам омогућавао је валутама са пливајућим курсевима да се крећу у уским оквирима дозвољене промене курса у односу на долар, односно тунел. Светска нафтна криза ставила је тачку на ту замисао.

„Змија у тунелу“ је координисана политика земаља Европске заједнице која је служила да лимитира варијације курсне листе земаља чланица унутар ужег оквира него што је дозвољавао ММФ. Заправо, „змија у тунелу“ била је прва фаза монетарне унификације Европе.

Систем „змије“ започет је марта 1972. и био је оперативан све до јануара 1979. када је Европски монетарни систем (EMS) заменио Економску и монетарну унију (ЕМУ). Занимљиво име система „змије у тунелу“ долази од изгледа графикана девизног курса.¹⁶⁶

„Европска змија“ је креирана Базелским споразумом, потписаним 10. 4. 1992. Овим споразумом Европске централне банке смањиле су маргину унутар које су валуте могле да флукуирају. Раних седамдесетих година ММФ је дозволио валутама земаља чланица да варирају унутар распона од 2,25% изнад или испод паритета са доларом, односно укупно 4,5%. Ипак, земље чланице ЕМУ су се обавезале да ће држати варијацију међу европским валутама 2,25% једна у односу на другу, а флукуација агрегата европских валута држана је унутар 4,5% опсега од паритета са доларом. Европске валуте су постале познате као „змије у тунелу“ зато што су се ове валуте померале горе–доле заједно у односу на друге.¹⁶⁷

¹⁶⁶ Scheller H. (2004) History, Role and Functions, European. Frankfurt. European Central Bank. 19.

¹⁶⁷ Baldwin R. i Wyplosz C. (2012) *The Economics of European Integration*. London: McGraw Hill. 252.

Цела идеја „змије“ била је прелиминарни корак ка комплетној монетарној унификацији Европе. Систем је покренут на пролеће, са девет чланова, од којих су шест оснивачи Европске економске заједнице (EEZ) и три накнадно прикључени чланови. Током периода постојања „змија у тунелу“ изгубила је многе чланове, само три члана остала су у систему све време – Немачка, земље Бенелукса и Данска. Неки од чланова, као што су Данска и Велика Британија, након спекулативних напада морали су да напусте механизам само неколико недеља након уласка. Италија и Немачка напустили су систем 1973, а Француска 1974. године.¹⁶⁸

Сама транзиција на Европску заједничку валуту, којом управља Европска централна банка, отклања потребу за овом врстом координације, будући да евро замењује немачку марку, француски франак, као и остале европске валуте.

Генерално речено, систем „змија у тунелу“ сматра се неуспехом. Чланство је било веома нестабилно, Уједињено Краљевство и Република Ирска напустиле су механизам након само једног месеца, а само је Федерална Република Немачка била члан током целог периода постојања. Такође, многи чланови су излазили из система и поново се прикључивали, а неки чак и више пута.

Неуспех „змије“ се може тражити у огромним разликама између земаља чланица. Управо ове разлике су и учиниле да девизни курсеви не буду одрживи. Такође, владе земаља су одговарале на сталне промене у курсу сталним променама потрошње економије и издавања новог новца иако сама економија за то врло често није имала никакве потребе. Још једна од мана система „змија у тунелу“ је сам механизам интернационалне монетарне стабилности због тога што не постоји услов да сви учесници имају једнаке трошкове овог задатка. Одговорност, тј. сав трошак најчешће је падао на земље са слабијим валутама које су биле дужне да одржавају паритет са много јачом немачком марком. Због свих ових недостатака систем никад није био ништа више од делимичног решења за интернационалну монетарну стабилност.¹⁶⁹

¹⁶⁸ Swann D (2000), *The Economics of the Europe*. 9. London: Penguin Economics. 48.

¹⁶⁹ Kenen P. B. (1995) *Economic and Monetary Union in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press.

3.3.1 Предности

Овај систем „змије“ био је одржив и достижан количином резерви доступним владама чланицама. Такође, политичка димензија споразума и стабилан девизни курс поспешао је интернационалну трговину, као и трговину унутар чланова Европе, што и јесте један од главних циљева ЕЕЗ. Девизним курсем је било управљано помоћу интервенција на тржишту. Штавише, постојала је максимална дивергенција између најјаче и најслабије валуте, па су тако девизни курсеви целе групе валута флукутирали заједно, баш као долар Сједињених Америчких Држава. На тај начин повезивања валута и интеграције све земље су могле да усвоје политику најуспешнијих земаља¹⁷⁰.

Можда и највећа предност јесте то да је систем „змије“ дозвољавао чланицама да ефективно одговарају на флукутације у долару.

Такође, дозвољавао је и пуно флексибилности. Многи експерти тврде да је систем „змије“ који смо раније користили био потпуно примерен за чланице и можда био и бољи од система који чланице данас користе, с обзиром на то да у данашњем систему не постоји никаква флексибилност и да се уласком у Европску унију чланице одричу своје индивидуалне монетарне политике¹⁷¹.

3.4 Монетарни односи у Европи од 1979. до 2002. године

ЕРУ је расформирана крајем 1958. године, када је постало могуће да се врати конвертибилност валута по текућем платном билансу. Пуна конвертибилност (по текућем и капиталном билансу) није остварена све до осамдесетих, односно почетка деведесетих. Европске земље су у том раздобљу тежиле стварању зоне монетарне и финансијске стабилности кроз креацију ЕРМ. Тек са стварањем јединственог тржишта 1993. године и увођењем евра 1999. године било је могуће несметано функционисање ЕРМ механизма. Посвећеност овом циљу је још више учвршћена појавом снажних промена у економском и финансијском окружењу у виду три таласа финансијских криза. Први је био од 1992. до 1993. године, где је зона флукутирања у ЕРМ проширена са 2,25% на 15%. Други талас је био

¹⁷⁰ Јањевић М. (1998) *Европска монетарна унија*. Београд: Гласник. 61.

¹⁷¹ Delivorias A. (2015) A History of European Monetary Integration. *Briefing (March)*. Brussels: European Parliamentary Research Service. 3.

1994. године са ударом на мексички пезос са каснијим утицајем на Јужну Америку и Централну Европу. Трећи, и најозбиљнији, био је 1997. у Азији и трајао је две године, а његов завршетак је коинцидирао са лансирањем евра. Све ове кризе утицале су на европске земље. Немачка марка је била сидро ЕRM, док остале валуте нису могле лагодно да флукутирају нити да се кредибилно фиксирају. ЕRM је представљао инструмент конвергенције ка заједничкој валути и потпомогнут са осталим инструментима специфицираним у споразуму из Мастрихта и Пактом за стабилност и раст. Ови остали инструменти су обухватили временски распоред, специфичне процедуре мултилатералног надзора, програме конвергенције и обимне процедуре у вези дефицита.¹⁷²

Све валутне кризе имају регионалан карактер. Сви инструменти и процедуре које су омогућиле конвергенцију и кохезију ЕМУ уколико се употребљавају правилно, донеће стабилност на средњи рок, а као модел функционисања би се могао пренети на глобални ниво и бити усвојен од стране ММФ-а. На тај начин би се антиципирале и предупредиле будуће кризе.¹⁷³

Као одговор на смањење тражње за америчким доларом, као и услед дивергенције (неподударање) приоритета економских политика чланица ЕЕЗ, Европска комисија је 1969. године предложила нацрт првог плана за успостављање Економске и монетарне уније у земљама ЕЕЗ. У Хагу је 1969. године, услед растуће нестабилности и неизвесности на глобалном плану, усвојена коначна одлука о трансформацији ЕЕЗ у монетарну унију. Ова одлука представља формални основ стварања Европске монетарне уније (ЕМУ). Вернеров извештај (The Werner Report) предвиђао је постепено стварање монетарне уније до краја седамдесетих година, уз препоруку о усвајању главних монетарних одлука на нивоу Европске економске заједнице. Овим планом је била предвиђена потпуна конвертибилност валута земаља чланица ЕЕЗ, фиксност паритета, као и либерализовано кретање капитала.

Земље чланице Европске економске заједнице су у априлу 1972. године у Базелу склопиле Споразум о европској монетарној змији који је дозвољавао међусобну флукуацију валутних курсева чланица ЕЕЗ у распону од $\pm 2.25\%$ у односу на средњи курс. Стога је у

¹⁷² Wyplosz C. (2006) European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success. *Economic Policy*.46. 215.

¹⁷³ Glick R. i Rose A. (1998) Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional. London:CEPR Discussion Paper.1947. 1.

априлу 1973. године почео са радом и Европски фонд за монетарну сарадњу (European Monetary Cooperation Fund) који се сматра претечом Европске централне банке. Већ је 1978. године донета декларација о оснивању Европског монетарног система коју је, крајем те године, усвојио Савет министара.

3.4.1 Европски монетарни систем

Европска комисија је 1977. године предложила формирање Европског монетарног система (European Monetary System – EMS). Он је званично почео са радом у марту 1979. године и тада су га чиниле све тадашње чланице ЕЕЗ: Немачка, Француска, Велика Британија, Белгија, Холандија, Луксембург, Данска, Ирска и Италија. EMS је основан са циљем да обезбеди монетарну сарадњу и стабилност између држава чланица како би се убрзало кретање ка заједничкој валути, монетарној власти и монетарној унији у Европи. Најзначајнији конкретни циљеви EMS су се односили на:

- стабилизацију девизних курсева путем интензивније монетарне сарадње између чланица EMS,
- унапређивање даљег процеса интеграције и
- допринос стабилизацији у међународним монетарним односима.

За разлику од националних монетарних политика, EMS није успео да оствари значајнију координацију фискалних политика земаља чланица EMS.¹⁷⁴

EMS је трајао од 1979. године до лансирања евра 1999. и за то време је прошао кроз четири главне фазе и неколико периода турбуленција.

Прва фаза EMS догодила се од 1979. до 1985. године и представља државе које су још увек задржале контролу капитала и приказале значајне инфлаторне разлике између домаће и светске стопе инфлације.

Друга фаза EMS иде у опсегу од 1986. до 1992. године. Захваљујући предлогу о немогућем тројству, све централне банке које учествују у ERM су се дефакто одрекле независне монетарне политике. Све је то урађено на основу поставке „немогућег тројства“. Оно се односи на чињеницу да три жеље сваке владе – слободна трговина и мобилност

¹⁷⁴ Scheller H (2004) *History, Role and Functions*. Frankfurt. European Central Bank. 19.

капитала, аутономија монетарне политике и фиксни девизни курс – не могу бити помирене. Дакле, имамо земље еврозоне које имају слободно кретање капитала и радне снаге, неповратно фиксирани девизни курсеви и немогућност аутономне монетарне политике. Све државе чланице ЕУ имају са остатком света флексибилан курс и висок ниво аутономије монетарне политике.¹⁷⁵

Трећа фаза ЕМС од септембра 1992. до марта 1993. обележена је највећом и најжешћом кризом ЕМС. Дошло је до спекулативних напада на валуту која је била прецењена.

Четврта фаза ЕМС траје све до увођења евра, омогућавајући примену фиксних девизних курсева. Наследник оригиналног аранжмана био је ЕРМ II, лансиран 1. јануара 1999. У њему је одбачена ЕCU корпа европских валута и евро постаје „сидро“ за све валуте учеснице.

За време ЕМС све државе, осим земље „сидра“, дефакто су изгубиле контролу над монетарном политиком. Уместо тога, нова валута и заједничка централна банка дозволиле су европским државама да утичу на одлуке о монетарној политици. Немачка влада је прихватила свесрдно овај план, највише заснован на политичким основама.¹⁷⁶

3.4.2 Даљи пут ка еврџ

Европски савет је у јуну 1988. године иницирао предлагање корака за увођење заједничке валуте (евра), али и за даљу реализацију Европског монетарног споразума. Поменути захтев је резултирао усвајањем Делоровог плана на конференцији Европског савета у Мадриду 1989. године. Делоровим планом биле су предвиђене три фазе у процесу стварања економске и монетарне уније.

I фаза – имала је за циљ привођење крају стварања унутрашњег тржишта, смањење разлика између економских политика чланица, уклањање преосталих препрека за потпуну финансијску интеграцију (либерализација токова капитала) и интензивирање монетарне сарадње.

¹⁷⁵ De Grauwe P. (2002) Challenges for Monetary Policy in Euroland. *JCMS*. 40/4. 708.

¹⁷⁶ Dorrucchi, E. , Fratzscher M. i Mongelli F.P. (2004) The Link between Institutional and Economic Integration: Insights for Latin America from the European Experience. *Open Economies Review*. 15. 259.

II фаза – била је осмишљена као прелазно решење, тј. период унутар којег би се успоставили основни органи и организациона структура Европске монетарне уније, ЕМУ, са циљем економске конвергенције између чланица.

III фаза – предвиђала је неопозиво фиксирање валутних курсева, увођење јединствене заједничке валуте, као и делегирање пуне монетарне и економске одговорности многим институцијама и телима ЕУ.

Реализација Делоровог плана започела је 1. јула 1990. године са потпуном либерализацијом токова капитала и јачањем координације економских, фискалних и монетарних политика чланица Европске економске заједнице (ЕЕЗ-а). Међутим, реализација друге и треће фазе је захтевала извесне промене у Уговору о оснивању Европске заједнице. Из тих разлога је 4. фебруара 1992. године потписан Уговор из Мастрихта који је, између осталог, обухватио и нова поглавља о економској и монетарној политици. Дакле, државе чланице уније, које су имале намеру да уведу јединствену валуту, биле су дужне да испуне критеријуме конвергенције у виду предуслова за увођење евра. Према уговору из Мастрихта земље чланице економске и монетарне уније треба монетарном и фискалном политиком да задовоље следеће *критеријуме конвергенције*:

- земља чланица мора да има најмање 2 године чланства у европском монетарном систему без спровођења девалвације,
- каматна стопа на дугорочне државне хартије од вредности не сме бити виша од 2 *процентна поена* изнад стопе у три земље са најнижом каматом,
- стопа планираног или оствареног буџетског дефицита не сме бити већи од 3 % бруто домаћег производа,
- величина јавног дуга не сме да прелази износ од 60 % бруто домаћег производа,
- просечна стопа инфлације не сме да прелази 1,5 *процентних поена* изнад просечне инфлације три најуспешније земље чланице, односно мора бити постигнута ценовна стабилност.¹⁷⁷

¹⁷⁷ Scheller H (2004) op.cit. 33.

Оснивањем Европског монетарног института ЕМИ 1. јануара 1994. године, иначе претече Европске централне банке ЕСВ, започела је друга фаза развоја Европске монетарне уније. Значај друге фазе развоја ЕМУ се огледао у стварању свих неопходних предуслова за једноставно прихватање монетарне уније, уз јачање независности националних централних банака. Утврђено је да ће трећа фаза ЕМУ почети 1. јануара 1999. године, и тада је одређен и назив заједничке валуте – *евра*.

Евро је као законско средство плаћања у Економској монетарној унији постао 01. јануара 1999. године, при чему је тада 1 еуро вредео 1,18 америчких долара. Све европске земље које су прихватиле поменуту валуту као законско средство плаћања назване су једним заједничким именом - Еврозона.

3.4.2.1 Увођење евра

Увођење евра дефинисано је у три фазе: А, Б и Ц.

Фаза А: започета 1. 5. 1998. када је Европски савет објавио да ће 11 земаља од 15 чланица ЕУ увести евро, објављени су трајни билатерални курсеви према националним валутама; Европски монетарни институт је трансформисан у Европску централну банку; прва израда евро новчаница;

Фаза Б: карактерише је примена евра, али само као књиговодственог новца; курсеви евра у односу на све националне валуте неопозиво утврђени; ЕСВ преузима све одговорности: прелазак на евро по правилу без притиска, без забране;

Фаза Ц: започета 1. 1. 2002; када се први пут појављују новчанице и ковани новац, националне валуте постоје упоредо, али са истеком овог рока престају да се прихватају као законско средство плаћања.

Успешан развој евра основ је за стварање Европе у којој ће се људи, услуге, капитал и роба кретати слободно.

3.4.2.2 Предности увођења евра

- услед непостојања конверзије једне валуте у другу губе се трансакциони трошкови конверзије,

- једноставна и олакшана размена капитала и других производних фактора,
- ценовна транспарентност,
- већа цењеност валуте,
- ширење финансијских тржишта – постају доступнија и ликвиднија
- услед непостојања резерви валута или услед малих резерви долази до великих уштеда,
- успостављање равнотеже каматних стопа и њихово снижавање,
- услед смањења трансакционих трошкова структура послова на финансијском тржишту постаје разноврснија а само тржиште се продубљује.

3.4.2.3 Недостаци увођења евра

Поред поменутих предности постоје и одређени недостаци увођења евра као законског средства плаћања:

- губитак дела националног суверенитета земље због одрицања коришћења националних валута,
- губитак емисионе добити због непостојања пореза услед инфлације,
- девалвација није адекватан инструмент за решавање проблема платног биланса,
- између фискалних политика земаља чланица долази до веће повезаности,
- губитак послова – стварање јединствене валуте елиминише потребу за бројним девизним трансакцијама међу земљама. Мењачнице, банке и агенције су очигледни губитници у том смислу.

3.4.2.4 Евро као службено средство плаћања у државама еврозоне

Увођењем папирних новчаница и кованог новца евра у физичком облику 1. јануара 2002. године започела је последња подфаза стварања Европске монетарне уније. Како је процес замене старих европских валута (попут немачке марке, француског франка и сл.) смео да траје највише два месеца, закључује се да је од 1. марта 2002. године евро постао једино

службено средство плаћања у свих 12 земаља еврозоне. Тиме се дошло до потпуне реализације Делорсовог плана из касних осамдесетих година прошлог века.¹⁷⁸

¹⁷⁸ Mongelli F. P. (2008) European Economic and Monetary integration and the optimum currency area theory. Economic papers. 302.European Commission. Brisel. 14,16.

4. КВАНТИТАТИВНА АНАЛИЗА КРЕТАЊА ЕВРА НА МЕЂУНАРОДНОМ ДЕВИЗНОМ ТРЖИШТУ ОД 2002. ДО 2012. ГОДИНЕ

4.1 НОМИНАЛНИ И РЕАЛНИ ДЕВИЗНИ КУРС

Девизни курсеви јесу и биће у центру интересовања и обавеза Међународног монетарног фонда (ММФ). У складу са макроекономским развојем земаља, ММФ је континуирано унапређивао и прилагођавао радни оквир за девизне курсеве. Услед јачих економских веза насталих порастом међународне трговине и економских интеграција, ММФ ставља акценат на јачи мултилатерални надзор.

Почетак новог периода међународних монетарних односа представља слом Бретон-вудског монетарног система 1971. године. Главне светске валуте су 1973. године прешле на пливајуће/флукутирајуће курсеве.

Девизни курс посматрамо двојачко: као инструмент политике једне земље и као економску категорију која представља спољну вредност валуте засноване на њеној унутрашњој вредности. Стабилност једне валуте је постигнута уколико је остварена унутрашња равнотежа (привређивање без великих инфлација и дефлација) и спољне равнотеже (платног биланса) уз акумулацију одређеног нивоа девизних резерви.

ММФ класификује девизне курсеве 1999. године и дели их на осам врста, а постављени су у складу са степеном флексибилности и аутономности. У циљу постизања монетарне стабилности девизног курса, потребно је вођење стабилизационе економске политике и хармонизације економских политика на међународном плану. У случају неиспуњености ових услова, долази до валутне нестабилности. Девизни курс директно утиче на формирање одређене структуре размене са иностранством, која на повратан начин утиче на формирање привредне структуре. Ово представља макроекономску функцију девизног курса. Основна функција девизног курса је алокативна, а поседује и важну функцију инструмента економске политике. Успешност политике промене девизног курса зависи од постојања еластичности спољнотрговинских токова. Алокативну функцију може ефикасно вршити само уколико је реалан. Једино реалан девизни курс представља стварну разлику између домаћих и иностраних цена. Девизни курс који није реалан условиће неравнотежу и неадекватну привредну структуру и водиће земљу или групу земаља у све већу економску

изолацију, што се дуже буде примењивао. Крајњи циљ једне економске политике у оквиру политике девизног курса представља реализација реалног и јединственог девизног курса.¹⁷⁹

Основа посматрања и анализе једне валуте је давање одговора на питање да ли је нека валута прецењена или потцењена, јер из тог питања проистичу многи трговински спорови. Економској професији недостаје егзактан, потпуно прецизан метод утврђивања правилне оцене вредности једне валуте. Девизни курс представља важну макроекономску варијаблу која се користи као параметар за утврђивање међународне конкурентности, као што се и сам сматра индикатором конкурентности било које земље и валуте.

Неопходно је раздвојити реалан девизни курс од номиналног. Номинални девизни курс или скраћено *NER (nominal exchange rate)* јесте монетарни концепт који утврђује релативну цену двеју валута, на пример евра и америчког долара. Вредност номиналног девизног курса се утврђује на девизном тржишту и служи за упоређивање домаћих и иностраних цена производа.¹⁸⁰

Текући номинални девизни курс зависи од три скупа фундаменталних детерминанти. Прво, зависи од домаће и иностране каматне стопе и свих фактора који на њих утичу, попут монетарне и фискалне политике, иностране тражње и других. Затим зависи од *RER*, који представља гарант испуњења интертемпоралног буџетског ограничења, стабилизује спољни дуг и обезбеђује конкурентну позицију. Трећи скуп који има утицај на *NER* представља ниво домаћих и иностраних цена и текућа и будућа инфлација – домаћа и инострана. Како девизни курс има свеобухватну улогу у формирању релативних цена добара и финансијске активе, листа фундамената се непрекидно проширује. Дневно тржиште реагује на велики број индикатора.

Девизни курс се посматра као релативна цена двеју националних валута. Девизни или *spot* курс је антиципативног карактера јер је одређен домаћом и иностраном каматном стопом, као и очекиваном вредности девизног курса у наредном периоду $NER_t = NER_{t+1} * (1+i_t)/(1+i_t^*)$. Услед утицаја разних догађаја на девизни курс, девизна и финансијска тржишта су преокупирана скупљањем информација. *NER – spot* девизни курс представља терминску

¹⁷⁹ Ђњатовић, Д., Стојановић, Б. и Дугалић, В. (2003) *Историја националног новца*. Београд: Синекс, 364.

¹⁸⁰ Catao, L.A.V. (2007) Why Real Exchange Rates? *Finance and Development*. (September), 46,47.

варијаблу. То се може описати условом непокривеног каматног паритета¹⁸¹, што представља функцију данашње каматне стопе и очекиване вредности девизног курса у наредном периоду.¹⁸²

Реални девизни курс RER (*real exchange rate*) сматра се реалним концептом који утврђује релативну цену два разменљива добра (извоз и увоз) у односу на неразменљива добра (производе и услуге које се само користе локално). Ова релативна цена представља кључни индикатор за произвођаче и потрошаче да усагласе своје акције са приликама које владају на тржишту. RER је у директном односу са NER и добија се његовом корекцијом са домаћим и иностраним индексима цена $RER = NER * (P/P^*)$. Као дефлатор имамо домаће и иностране цене, те се може рећи за RER да је двоструко дефлациониран. Када нема велике промене у нивоима домаћих и иностраних цена, тада се и ова два курса синхронизовано крећу. Ово имплицира да је инфлација у земљи и иностранству на истом нивоу. Уколико инфлација у иностранству буде већа него у земљи, тада ће RER депресирати, и узроковати апресијацију NER која ће то неутралисати и поново довести на исту вредност оба курса. У случају апресијације домаће валуте, односно раста NER, где не долази до промене RER, се дешава у случају уколико је домаћа инфлација нижа за ту вредност раста.

У пракси вредности иностраних цена се добијају као пондерисани просек цена код трговинских партнера, а NER као пондерисани просек билатералних номиналних девизних курсева.

На тај начин исказане, ове вредности се више не изражавају у вредностима валута, већ представљају индексе и формирају вредности у односу на узету вредност 1 или 100 за изабрану базну годину. RER можемо представити као екстерни однос размене, који представља количник домаћих извозних и иностраних увозних цена, а може се представити и као интерни однос размене, који представља количник неразменљивих и разменљивих добара. Прва дефиниција указује на локацију производње, а друга раздваја производњу под ино утицајем.

¹⁸¹ Услов непокривеног каматног паритета представља позицију у којој нема ограничења међународном кретању капитала, очекивана депресијација мора бити компензована већом домаћом каматном стопом и обрнуто.

¹⁸² Burda, M., Wyplosz, C. (2004) Makroekonomija: evropski udžbenik. 3. Beograd: Publikum. 154.

У случају депресијације домаће валуте долази до пада расхода на увозу и раста прихода од продаје домаћих производа. Други ефекат који ће се појавити је инвестирање у производњу домаћих супститута за поскупеле производе из иностранства.

У пракси RER између двеју земаља најлакше се анализира на примеру неког репрезентативног производа. На примеру „биг мека“, који кошта 1,26 \$ у SAD и 1 € у EU, у посматраном-хипотетичном свету од свега једног производа, тада је теорија PPP за \$ и € иста и RER је 1. Уколико дође до промене цена и у EU, овај производ буде 1,2 €, то онда имплицира да је € за 20% релативно прецењен у односу на \$. Тада долази до притиска на номинални курс \$ јер ће се повећати тражња услед јефтинијег производа. Коришћење ситуације код разлике у ценама се зове арбитража. Раст номиналног курса \$ ће се наставити све до успостављања равнотеже, тј. када RER буде 1.

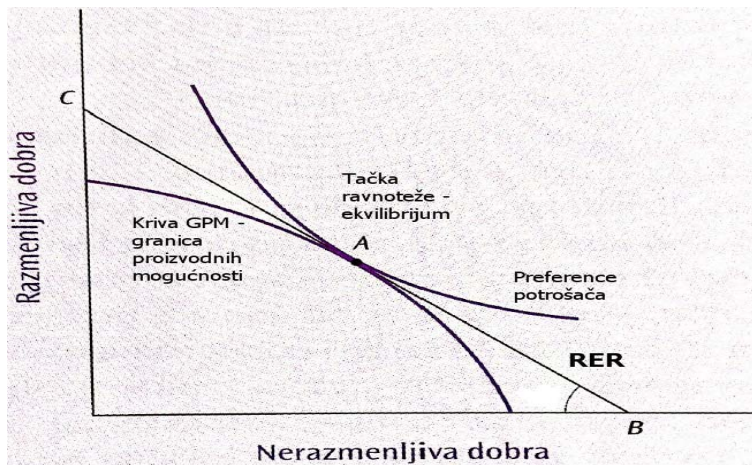
Ово је једноставан приказ функционисања механизма успостављања RER-а између двеју држава, односно валута. Успостављање правог индекса RER је отежано, јер постоји утицај многобројних фактора, попут транспортних трошкова, нецаринских баријера, државне политике и других.

Кључну макроекономску релацију представља однос примарног текућег рачуна PTR и RER. Раст RER је представљен негативним знаком и има негативно дејство на PTR, а депресијација води побољшању PTR и редукцији дефицита или расту суфицита.

Односи разменљивих и неразменљивих добара представљају битан однос више за неразвијене земље, попут извоза природних ресурса, а увоза индустријских производа. Неразменљива добра по самој природи су локалног карактера и не трпе притисак ино-конкуренције. Цене разменљивих добара ће се увек усклађивати са светским тржиштем. То је посебно евидентно код малих земаља које немају великог утицаја на формирање светских цена. Тако да RER представља номинални курс дефлациониран са ценама домаћих неразменљивих добара и ценама иностраних разменљивих добара $RER = NER * (P^n / P^{t*})$.

Граница производних могућности (GPM) представља пуну запосленост и искоришћеност капацитета и дефинише технологију и ресурсе. Овај однос разменљивих и неразменљивих добара детерминише реални девизни курс, кога дефинише и формира само тржиште. Тако да тржиште омогућава потрошачима да достигну највећу могућу корисност при датим условима.

Слика 15. Оптимална производња и потрошња



Извор: Burda, M. i Wyplosz, C. (2004) *Макроекономја: европски удџбеник*. 3. Београд: Publikum, 159.

У равнотежној тачки је примарни рачун уравнотежен, доходак је једнак расходима, а производња одговара потрошњи. А у пракси текући рачун скоро никада није у равнотежи. Код промене RER потрошачи и произвођачи ће сходно томе променити и своје понашање.

Реална апresiasiја узрокује смањење производње разменљивих добара, док су потрошачи мотивисани да повећају потрошњу, те долази до погоршања текућег рачуна. RER утиче на PTR, преносећи однос производње и потрошње разменљивих и неразменљивих добара у супротним смеровима.

Још један аспект повезан са RER је национално интертемпорално буџетско ограничење које представља позицију једне државе да не може позајмљивати више него што ће у будућности имати да врати. То се може исказати на следећи начин: $PTR_1 + PTR_2/(1+r) = -F_0(1+r)$. Вредност F_0 представља нето инострану активу, пре плаћања камате. Минусни предзнак је код земаља дужника, а позитиван код земаља поверилаца. Посматрано из перспективе коначности процеса, једна држава мора потрошити имовину, главницу и камату у циљу отплате акумулираног дуга. Тада је $PTR_2 = -(1+r)F_1$, где вредност F_1 представља нето екстерну позицију земље на крају првог периода, коју чини нето инострана актива F_0 , камате r , F_0 и PTR_1 .

разменљивих добара, равнотежни девизни курс би тада апресирао уколико остане непромењена ситуација у сектору неразменљивих добара и текући биланс уравнотежен. Ово карактерише открића високо разменљивих природних ресурса и зове се и Холандски синдром или процес трансформације привреда Источног блока у сектор услуга и нових разменљивих добара. Преференције и богатство утичу на RER у смислу, што је земља богатија, тако ће њени грађани више средстава издвајати на неразменљива добра, чија ће тражња условити релативан раст цена тих добара. Држава такође може утицати на потрошњу неразменљивих добара као велики потрошач. Као резултат се јавља ап्रेसијација RER.

У пракси релативно ретко долази до тако снажних поремећаја да би условили промену RER. Долази до појаве Balassa–Samuelson ефекта, где земље у развоју у процесу достизања развијених земаља доживљавају систематску трансформацију и као резултат се јавља трајна апресијација RER. То се да објаснити тако што се цене разменљивих добара приближно изједначе, њиховим приказом у истој валути, где ће разлике које се јављају бити последица разлика у ценама неразменљивих добара, која су јефтинија у сиромашнијим земљама. У тим земљама се неразменљива добра сматрају луксузом, те је и тражња мања, а самим тим и цене. Ово је најизраженије код земаља у развоју. разлике и флукуације REER се дешавају и под утицајем трговинских услова на тржишту, разликама у фискалној политици, царинским стопа и слично. Услед „лепљивости“ цена на кратак рок, равнотежни REER је тешко установити и зато показује значајна одступања. Колико год био несавршен, REER ипак сигнализира велике прецењености NER, као ефекат који је претходио многим финансијским кризама. Један од приоритета MMF је стално праћење билатералних RER и мултилатералних REER.¹⁸³

MMF је оформио средином деведесетих Саветодавну групу за питања девизних курсева, CGER (*consultative group on exchange rate issues*). Циљ рада ове групе је да пружи процене девизног курса са мултилатералне перспективе за кључне развијене земље, као и водеће економије земаља у развоју. Још једна од обавеза MMF је билатерална супервизија земаља чланица, у оквиру кога канцеларије MMF презентују процене девизних курсева. Како светска економија постаје све више интегрисана, тако и улога девизних курсева у процесу спољашњег прилагођавања постаје све важнија. Постоје три комплементарне методологије за давање процене девизног курса, а то су: приступ макроекономске равнотеже, редукована

¹⁸³ Catao, L.A.V. (2007) op.cit. 46,47.

форма приступа равнотежног девизног курса и приступ спољне равнотеже. Идеалан случај процене девизног курса се заснива на спољној и унутрашњој платно-билансној равнотежи на средњи и дуги рок.¹⁸⁴

4.2 МЕТОДОЛОГИЈЕ ЗА ПРОЦЕНУ ДЕВИЗНОГ КУРСА

Један од задатака ММФ је да увек тежи ка јачању свог оквира за процену девизних курсева, прилагођавајући их макроекономским и финансијским променама у земљама чланицама. Као део билатералне супервизије земаља чланица, континуирано се презентују процене девизног курса из мултилатералне перспективе. Улога девизног курса (ДК) у процесу спољног прилагођавања је све израженија у оквиру светске економије, која постаје све више интегрисана.¹⁸⁵

Равнотежни девизни курс EER (*equilibrium exchange rate*) има своју практичну улогу, од дневне економске политике до кључне позиције у модерној макроекономији. Добијање његове тачне вредности представља изазов и за академску јавност и за централне банке.¹⁸⁶

Процене EER су врло корисне за разне врло повезане разлоге. Прво је разумевање да ли је NER различит од своје равнотежне вредности, јер се на основу те информације добијају индиције о кретању ДК у будућности. Уколико власти хоће да фиксирају ДК (ERM II), потребно је знати вредност EER што је прецизније могуће. Ово је веома важно из разлога одређивања оптималне стратегије за улазак у ERM II, код земаља кандидата и чланица ЕУ. Овде се као додатна вредност добија минимизирање трошкова повезаних са могућим успостављањем равнотеже кроз реалан сектор. Референтна каматна стопа треба да одсликава најбољу могућу процену EER у моменту уласка у ERM II, која се базира на широком спектру економских индикатора.¹⁸⁷

¹⁸⁴ Abdul, A., Prakash, K. i Lee, J. (2009) Evaluation Historical CGER Assessments: How Well Have They Predicted Subsequent Exchange Rate Movements?. Working Paper 09/32. New York: IMF. 3.

¹⁸⁵ MacDonald, R. (2007) *Exchange Rate Economics: Theories and Evidence*. New York. Routledge. 201.

¹⁸⁶ Komárek, L. et al. (2013). Money, Pricing and Bubbles. *SAEI*, vol. 25. Ostrava.VSB-TU Ostrava. 5.

¹⁸⁷ Horvath, R i Komarek, L (2006) Equilibrium Exchange Rates in EU New Members: Applicable for Setting the ERM II Central Parity? *MPRA Paper* 1180. Dostupno na <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/1180/> (21.12.2015.). 18.

Процене ДК спроводи CGER још од 1997. године и оне за циљ имају давање оцене да ли је девизни курс једне земље у сагласности са фундаменталним вредностима, односно да ли је тај девизни курс уравнотежен. Сам појам равнотеже, то јест еквилибријума односи се на појам унутрашње и спољашње равнотеже. Унутрашња равнотежа подразумева пуну упосленост економије, а екстерна равнотежа подразумева да је платни биланс у равнотежи заједно са одрживом спољном позицијом (капитал или обавеза). Поред појма о равнотежи, битно је идентификовати неусаглашености и одступања између девизних курсева и макроекономских основа, односно варијабли.

Од свог оснивања CGER је у циљу процене девизног курса користио многе комплементарне методологије рада, од којих су три тренутно у употреби. Ревидиране и проширене методологије су развијене 2006. године у циљу пружања процене девизног курса и за развијене земље и за земље у развоју. Те методологије су: приступ макроекономске равнотеже, редукована форма равнотежног реалног девизног курса ERES и приступ спољне одрживости.

Приступ макроекономске равнотеже MB (*macroeconomic balance*) исказује разлику између биланса текућег рачуна на средњи рок са преовлађујућим девизним курсевима и претпостављеног, процењеног равнотежног платног биланса. Прилагођавање девизног курса које ће елиминисати ове разлике на средњи рок, где ће разлике у производњи нестати између земље домаћина и њених трговинских партнера и заостали ефекти претходних промена ДК.

Приступ који је у овом раду примењен, односно једна од његових варијанти – BEER, редукована је форма равнотежног реалног девизног курса – ERES. Приступ скраћене форме ERES (*equilibrium real exchange rate*) успоставља однос између реалног девизног курса RER и макроекономских фундаменталних показатеља, попут нето иностране имовине NFA (*net foreign asset*), релативној разлици у продуктивности између сектора разменљивих и неразменљивих производних добара и трговинској размени. Одступање девизног курса се тада рачуна као разлика између процењеног равнотежног реалног девизног курса, заснованог на средњорочним пројекцијама макроекономских фундаменталних варијабли и његове тренутне вредности. Без обзира на то што су ДК непредвидљиви на краћи рок, од варијабли се очекује да значајно утичу на средњи рок. Краткорочни ефекти кретања капитала ће нестати, док ће средњорочни ефекти бити представљени преко варијабли, у овој методологији.

Приступ спољне одрживости ES (*external sustainability*) прорачунава разлику између пројектованог равнотежног платног биланса на средњи рок по преовлађујућим девизним курсевима и билансом који би стабилизовао нето страну активу NFA (*net foreign assets*) позицију земље на неком усаглашеном и жељеном нивоу оцењивања – *benchmark*. Та разлика се преноси на прилагођавање RER на средњи рок. На тај начин ће се успоставити равнотежа текућег рачуна са NFA стабилизационим нивоом.

Одступања која се добију на основу ова три приступа се комбинују у циљу давања свеукупне процене. Користи се једноставан критеријум, где би требало просек сва три одступања да се креће у просеку до 5% или да је вредност сва три одступања мања од 10% у апсолутном износу, тада је валута добро процењена и у сагласности са макроекономским фундаменталним варијаблама.

Постоје извесна ограничења код интерпретирања резултата CGER процена у смислу њихове оријентисаности на средњи рок, односно фундаменталних економских варијабли и одступања RER од равнотежне вредности, које може бити константно. Неусаглашености, односно одступања RER могу се регулисати у променама макроекономских фундаменталних варијабли без промене у самом RER. Подаци везани чак и за развијене земље засад не садрже довољан број опсервација, те се са опрезом мора узимати било која презентована статистика једне државе. Без обзира на све недостатке, корисност ових процена као алата за надгледање може послужити као основа за даљи развој.

Позитивни резултати су виђени у предвиђањима везаним за кретање платног биланса посматраних држава, која су била у смеру елиминације јаз са установљеним нормативним вредностима.

У случају већег броја држава, који укључује и развијене земље и земље у развоју, анализе међусекторских одступања и неусаглашености су дале задовољавајуће резултате. Краткорочне каматне стопе представљају снажне покретаче промена девизног курса, као и фундаменталне макроекономске варијабле. Када се ови фактори контролишу, тада и јаз између вредности је покривен 2/3.

Заједно, ова три приступа дају комплементарни приказ процене ДК. Њихови резултати, употпуњени специфичним показатељима за одређену земљу, могу дати довољно података за оцену RER на средњи рок и биланса текућег рачуна. Такође, дају оцену утицаја економских фактора који утичу на ове кључне варијабле.

Одступања која се установе, користећи ове методологије, доста су слична за већину посматраних држава. Ипак, може доћи до значајнијих одступања у резултатима из многобројних разлога. Један од тих разлога може бити и инкорпорирање специфичних показатеља неке земље у модел, други из разлога кратке серије која се посматра. Такође, приступ спољне равнотеже се може искористити у давању оцена за одступања настала у примени друга два приступа.¹⁸⁸

4.2.1 Кратак историјат

Први покушаји моделирања EER базирани су на теорији PPP коју је развио Gustav Cassel 1992. године. Емпиријски докази потврђују ову теорију само на дуг рок. У том смислу су развијани алтернативни приступи за моделирање EER. Један од тих модела је и FEER који је увео Williams-он 1994. године, где DK обезбеђује истовремено унутрашњу и спољашњу равнотежу. Приступ макроекономске равнотеже је суштински варијанта FEER, директна претпоставка одрживог нивоа дефицита текућег рачуна у смислу односа инвестиција и штедње. Модел BEER су први пут представили Clark и MacDonald 1998. године. Овај модел за свој циљ има постављен задатак утврђивања EER, користећи више емпиријски приступ заснован на фундаменталним варијаблама које утичу на понашање DK на кратак и средњи рок.

Постоји више разлога због кога је важно утврђивање EER. Један од њих је из угла посматрања EU, где је неопходно познавање што тачније вредности EER из разлога учествовања једне државе у ERM II или некој валути да веже по одговарајућем односу свој курс за евро. Други је из разлога неусаглашености мишљења по питању извора промена у девизном курсу. Да ли су девизни курсеви постављени у складу са равнотежним вредностима или су неусклађени, те из тог разлога долази до промена. Трећи разлог би био неравнотеже на светском нивоу – економски шокови и тај утицај на понашање девизног курса и његово понашање у циљу компензације шока. Теорија PPP услед наглости промена реалног девизног курса и његовог споријег враћања у почетно стање указује на то да PPP не може дати задовољавајуће одговоре на вредност EER. Управо BEER приступ од стране Clark-а и

¹⁸⁸ Lee, J., Abiad, A. i Kannan, P (2009) op.cit.. 4.

MacDonald-a даје увид у величину потребног прилагођавања за EER како би спољна равнотежа била на жељеном и одрживом нивоу.¹⁸⁹

У циљу препознавања и објашњења значајних флукуација DK у развијеним земљама и земљама у развоју, још од пада бретонвудског система, постојало је и постоји велико интересовање за објашњење фактора који су на то утицали. На основу тога је анализирана премиса да ли се кретање DK одвија под утицајем фундаменталних економских варијабли или под утицајем учесника на тржишту. Због тога је дошло до развоја разних анализа економских варијабли у циљу објашњења флукуације DK.

Релативну позицију NER у односу на дугорочне равнотежне вредности је корисно знати, јер пружа информације о будућем кретању девизног курса. Посебно је у случају монетарних унија, где имамо фиксни девизни аранжман, веома важно да ли ће бити скупо одржавање одређеног односа размене за једну валуту или ће каснија усаглашавања стопа инфлације бити неопходна за корекцију NER. Приликом анализе неких економских исказа, важна је оправданост промене DK на основу предвиђених макроекономских шокова. Различити економски шокови могу да имају и различит резултат. Знајући који шок има највећи утицај на промену DK, на основу тога се може и конципирати одговарајућа економска политика.¹⁹⁰

У свом раду из 1999. године Clark и MacDonald су употребили Johansen-ове коинтеграционе методе да би добили процене BEER за REER за валуте немачке марке, долара и јена. Одступања у вредностима постоје између стварне и процењене вредности. По FEER методологији, вредности одступају од одрживих и дугорочних. Значајно је утврдити укупно одступање. У сврху бољег приказа се користи Hodrick–Prescott (H–P) филтер да би се добила уједначенија серија и добио дугорочни тренд за REER.¹⁹¹

¹⁸⁹ MacDonald, R. i Dias, P. (2007) Behavioural Equilibrium Exchange Rate Estimates and Implied Exchange Rate Adjustments for Ten Countries. *Working Paper* 12. Glasgow. University of Glasgow.4.

¹⁹⁰ Westaway, P. i Driver, R. (2004) Concepts of Equilibrium Exchange Rates. *Working Paper*. 248. London. Bank of England. 14,15.

¹⁹¹ Clark, P.B. i MacDonald, R. (2000) Filtering the BEER a Permanent and Transitory Decomposition. *Working Paper* 00/144. Washington. IMF. 3,4.

Утврђивање његове тачне вредности је битно из четири разлога. Први разлог је давање тачних података о кретању EER и његово одступање од NER, што је од кључне важности за идентификацију будућих одступања, тј. потенцијалних финансијских „мехурова“ и за предвиђање вероватне путање кретања девизног курса. Ова сазнања дају неопходне информације за спровођење монетарне политике.

Други разлог би био анализа монетарних услова. У једноставнијим моделима то су две компоненте – компонента девизног курса и компонента каматних стопа, односно њихово одступање од равнотежних вредности. Средња вредност ових одступања сугерише фазу монетарног циклуса. Трећи разлог представља анализу позиције конкурентности цена једне државе. Четврти разлог је важност те информације из разлога могућности приступања једне земље некој валутној унији и да ли је то продуктивно са становишта њене валуте или не.

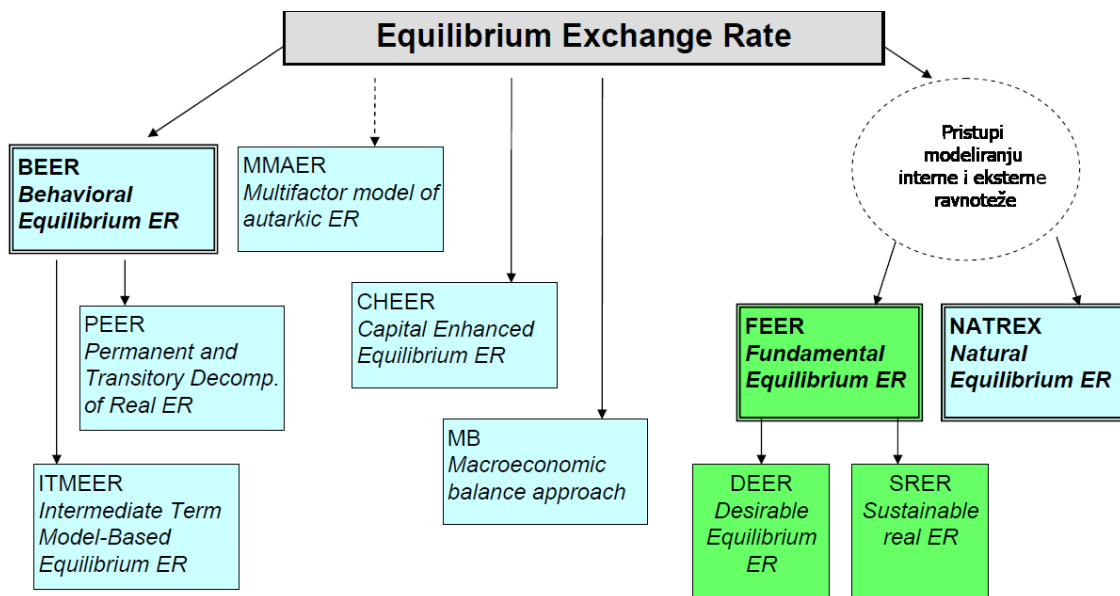
Теорија паритета куповних моћи PPP (*purchasing power parity*) јесте теорија која даје резултате на дуг рок. У тој конотацији се користи и за анализу девизних курсева. Теорија PPP није одговарајућа за примену у утврђивању EER услед разних економских шокова и флукуација капитала. Такође не може да пружи објашњење за ап्रेसијације курса код земаља у развоју и транзицији. Ова теорија полази од претпоставки да постоји константан RER и свака његова промена се сматра девијацијом од равнотежног курса. Услед потребе за развојем методологија које ће дати резултате који би се користили у доношењу одлука за спровођење текућих економских политика, појавило се више приступа који би надоместили недостатак теорије PPP.¹⁹² Ови модели, сваки на свој начин, објашњавају детерминанте и предвиђају вредност равнотежног реалног девизног курса EER (*equilibrium exchange rate*). Све моделе можемо поделити на моделе позитивног и нормативног концепта.

Нове методологије су се развиле на концепту метарегресионих анализа, коришћених у медицинским наукама. Основни разлог развијања ових методологија представља пре свега уштеда у времену, а затим и у редуцији трошкова. Принцип је да се појединачна испитивања на репрезентативним узорцима узимају и анализирају као целина, користећи

¹⁹² BEER методологија је коришћена у претприступним преговорима држава за улазак у ЕУ, а у циљу постављања адекватног курса ка еврџу или приступању ЕМУ

статистичке методе. Помоћу ових метаанализа се дошло до одговора на многа контроверзна питања, а у економији се интензивно користе од краја деведесетих.¹⁹³

Слика 17. Равнотежни реални девизни курс



Извор: Komárek, L. et al. (2013). Money, Pricing and Bubbles. SAEI (25). Ostrava.VSB-TU Ostrava. 5.

На овој слици се може видети преглед методологија који су издвојили научници Komarek и Motl из чешке централне банке, као и други научници попут MacDonald-a. Методологије BEER, FEER и NATREX представљају главне методолошке прилазе за израчунавање EER. Подела модела је на позитивне и нормативне концептне моделе.

Модел FEER је креиран од стране Williamson-a 1994. године и представља основу за нормативни приступни концепт. Као резултат се добија процена EER уз истовремено постигнуту спољну и унутрашњу равнотежу. Интерна равнотежа је заснована на претпоставци да је постигнута пуна упосленост производње са природном стопом незапослености и са ниском и одрживом инфлацијом. Спољна равнотежа подразумева да је

¹⁹³ Egert, B i Halpern, L (2005) Equilibrium Exchange Rates in Central and Eastern Europe, a meta-regression analysis. William Davidson Institute Working Paper 769. Ann Arbor, USA. University of Michigan Business School. 7.

платни биланс у равнотежи. Фокус модела FEER је на факторима који нису само краткорочни већ репрезентативни и одрживи и на средњи рок. Нормативна природа овог модела се огледа у постављању циљне вредности текућег рачуна и тачне процене одрживе фискалне политике уз политику пуне запослености.

У примеру модела позитивног концепта, два модела која су најчешће у употреби су природни равнотежни девизни курс NATREX (*natural equilibrium exchange rate*) и бихевиорални равнотежни девизни курс BEER (*behavioral equilibrium exchange rate*). Прву употребу NATREX у поједностављеној форми су презентовали Frait и Komarek 1999. године. Овом методом се добија вредност девизног курса на средњи и дуги рок. Фундаментални фактори, односно варијабле које се користе у овој методи су штедња, инвестиције, продуктивност, спољни дуг. Ове варијабле утичу на промену EER и на жељена дугорочна кретања капитала. Ово је позитивистички концепт и дефинисан је реалним фундаменталним факторима и економским политикама које су на снази. Пошто све предметне вредности не представљају оптималне вредности, стога то не представља ни NATREX. BEER модел користи исти сет варијабли попут NATREX, али је фокус на одступањима варијабли од одрживих и жељених вредности за текући и равнотежни реални девизни курс. Овај модел за свој резултат даје у виду исказа коинтеграциону једначину у којој се може видети повезаност изабраних варијабли.¹⁹⁴

Равнотежа на кратак рок је дефинисана одрживим ДК, постављеним на основу фундаменталних детерминанти, без утицаја случајних/пролазних ефеката попут „мехура“ тржишта некретнина.

Равнотежа на средњи рок је дефинисан ДК привреде која се налази у интерној и екстерној равнотежи. Интерна равнотежа представља исте нивое потражње и понуде у привреди која функционише са пуним капацитетом. Она није довољна за одрживу равнотежу, већ мора постојати и екстерна равнотежа која представља такође интерну равнотежу али на светском нивоу.

Равнотежа на дуг рок је постигнута када се све фундаменталне детерминанте налазе у равнотежи.

¹⁹⁴ Komárek, L. et al. (2013) op.cit. 5,6.

Најчешће дефиниције RER се базирају на: индексу потрошачких цена, ценама разменљивих добара, износом извоза једне земље у поређењу са трошком увоза, релативну цену коштања радне снаге, однос између разменљивих и неразменљивих добара.

На кратак рок индекси се не крећу заједно, а чак не и обавезно на дужи рок, не постоји један универзални модел оцене RER на који се може ставити акценат. За сваки пресек стања у макроекономији, постојаће и еквилибријум/равнотежа свих фактора који одређују DK. Релативно кретање ових фактора временом ће бити различито и на тај начин ће и утицати на промену ресурса између сектора, као и целих економија. Који ће од ових фактора бити најзначајнији зависиће од уверења какав је механизам економског прилагођавања на промене.¹⁹⁵

У примеру који су дали Obstfeld и Rogoff RER се израчунавао користећи индекс потрошачких цена – CPI (*consumer prices indices*), који је остао константан, али се десила промена у трговинској размени као одговор на економски шок насталог из разлога што земље производе различите производе. Тако да, када RER дефинишемо користећи CPI, имамо мали увид о томе шта се стварно дешава унутар модела, јер је већина дешавања у трговинској размени.

Најбитније везано за модел је дефинисање улоге RER унутар посматране економије. Промене у RER помажу да се преусмере ресурси у циљу уједначавања понуде и тражње. Потенцијално, различите претпоставке о трансмисионом механизму могу имати различите импликације по понашање EREER. разлози за то могу бити навике потрошача, несавршеност тржишта, постојање неразменљивих добара и постојање диференцираних производа. Основна предност моделских приступа је да имају потенцијал да обухвате све варијације које могу настати кроз економске аспекте у свим равнима посматрања. Кључни фактор ће представљати реакција компанија на промене на тржишту. промене у DK ће имати мали или никакав утицај на цене на кратак рок. Потпуно различит трансмисиони механизам постоји код преноса утицаја DK на економију и потпуно различит однос између реалног и

¹⁹⁵ Obstfeld, M i Rogoff, K (1996) *International economics*. London. Pearson. 361.

номиналног девизног курса. Постоји могућност да чак и на дуги рок фирме цене прилагоде тржишту (*pricing to market*).¹⁹⁶

Приступу засновани на директној процени подразумевају експлицитно одређивање модела за утврђивање DK. Главно питање је утврђивање стационарности или нестационарности података – фундаменталних варијабли који одређују RER. Уколико је RER стационаран, то значи да ће доћи до неке константне вредности макар и на дуг рок, што је исто што утврђивање PPP на дуг рок. На овој инстанци се може и закључити вредност еквилибријума на дуг рок. Без обзира на стационарност RER, поставља се питање за колико брзо се може постићи еквилибријум и да ли је то линеаран процес. Подешавања ка стационарности на дуг рок могу бити нелинеарна и то може бити узрок зашто тест јединичног корена обично одбацује стационарност RER. Процењен еквилибријум мора бити нестационаран, а разлика између њега и стварног RER мора бити стационарна. Неки од приступа овај проблем решавају директно користећи коинтеграцију која суштински процењује стационарну редуковану форму односа између RER и фундаменталних варијабли који га објашњавају. Тада се EREER изводи статистички на дуг рок процењеног односа, тј. из коинтеграционе једначине.¹⁹⁷

4.2.2 Питање дугог рока

Моделу за утврђивање DK, базирани на економским фундаменталним варијаблама, обично имају проблем при утврђивању промена DK на кратак рок, док су бољи резултати евидентнији код предвиђања на дужи рок.

Већина модела има за циљ да представи еквилибријум на дуг рок, где су и економске фундаменталне варијабле такође у еквилибријуму. Задатак који се поставља је како најбоље оценити понашање модела на дуг рок. Две ствари су овде најбитније. Прва је да ли модел добро објашњава дугорочне трендове DK и друго, да ли модел презентује логично дугорочно решење.

¹⁹⁶ Pagan, A (2003) Report on Modelling and Forecasting at the Bank of England. *Bank of England Quarterly Bulletin* (Spring). London. Bank of England. 69.

¹⁹⁷ Taylor, M P et. al. (2001) Nonlinear Mean-reversion in Real Exchange Rates: Towards a Solution to the Purchasing Power Parity Puzzles. *International Economic Review* (42). 1017.

Циљ није да се добије модел за израчунавање ДК, већ да се пружи општи оквир који се може искористити за анализу претпоставки имплицитних у оквиру емпиријског и теоријског рада на EER. Важност појединачних претпоставки ће зависити од тога како је тачно еквилибријум дефинисан.

По једној од општих подела, монетарни модели који су највише везани за еквилибријум на кратак рок су модел бихевиоралног равнотежног ДК – BEER (behavioural equilibrium exchange rate), модел средњег рока равнотежног ДК – ITMEER (intermediate term model based equilibrium exchange rate) и модел капиталом појачан равнотежног ДК – CHEER (capital enhanced equilibrium exchange rates). Модели који су везани за еквилибријум/равнотежу на средњи рок би били модел фундаменталног равнотежног ДК – FEER (fundamental equilibrium exchange rate) и модел жељеног равнотежног ДК – DEER (desired equilibrium exchange rates). Модели који су везани за равнотежу на дуг рок су модел нетеоретског трајног равнотежног ДК – APEER (atheoretical permanent equilibrium exchange rates), модел трајног равнотежног ДК – PEER (permanent equilibrium exchange rates) и модел природног реалног ДК – NATREX (natural real exchange rates). Алтернативни приступи овим методологијама представљају модел структурне векторске ауторегресије – SVAR (structural vector auto regression) и модел динамичко стохастичког општег равнотежног модела – DSGE (dynamic stochastic general equilibrium models) не дају информацију о нивоу RER, али могу да пруже информацију о највероватнијем сценарију о кретању ДК изазваног економским шоком на сви три рока.

Приликом анализе ДК постоје два арбитражна услова која су најочљивија, а то су непокривени паритет каматних стопа UIP (*uncovered interest rate parity*) и паритет куповне моћи. Први услов је чисто информативни и објашњава прилагођавање ДК до еквилибријума/равнотеже. Вредност RER зависи од очекиваног кретања разлике у каматним стопама и премијама на ризик, као и очекиваној дугорочној вредности RER. Већина анализа је фокусирана на утврђивању да ли се стање након извршених промена у ДК може објаснити преко разлике у каматним стопама. У предвиђању кретања ДК се није показала као нарочито успешна. Један од разлога би биле и промене на очекиване вредности ДК на дуг рок које се не узимају у разматрање приликом процена. Такође, један од разлога може бити и политика

деловања, уколико се у исто време покушава да се ублаже промене у каматној стопи и одупре великим променама у ДК.¹⁹⁸

Теорија PPP предвиђа да ће нивои цена у различитим земљама увек бити исти када се упоређују у истој валути, што подразумева да је RER константан. Уколико постоји довољан ниво арбитраже, тада ће снаге понуде и тражње изједначити цене и важиће закон једне цене. Посматрано на примеру неке економије, одступања RER од PPP ће условити промену у понуди и потражњи и тако вратити RER ка PPP. Постоји више разлога због којих PPP није одржив у пракси. Један од тих разлога је и разлика између разменљивих и неразменљивих добара. Ако снаге које стоје иза PPP врше арбитражу на тржишту добара, тада нема разлога да се PPP не ослања на дефиницију RER који обухвата добра и услуге са којима се није трговало. Ова тачка гледања је управо иза Balassa–Samuelson ефекта. Овај модел узима за претпоставку да постоји константно повећање обима производње, да је радна снага мобилна и да се несметано креће између сектора разменљивих и неразменљивих добара, али је на међународном нивоу фиксирано, док је на међународном нивоу капитал мобилан. Balassa–Samuelson ефекат се базира и на претпоставци да PPP је одржив у оквиру сектора разменљивих добара.

Са економетријске стране Balassa–Samuelson ефекат има једноставно извођење. Уколико је PPP одрживо за разменљива добра и имамо присутан Balassa–Samuelson ефекат, тада би RER разменљивих добара требало да буде стационаран, а релативна померања у ценама између разменљивих и неразменљивих добара би требало да буду комплементарна са RER базираном на CPI.

Циљ монетарних модела који дају оцену ДК је да унапреде PPP у објашњењу понашања NER, а такође и признању да на NER утичу тржишта некретнина и добара. Акцент је на томе како објаснити краткорочна померања у NER него анализирати жељена својства средњорочног еквилибријума RER.¹⁹⁹

4.3 МОДЕЛ БИХЕВИОРАЛНОГ РАВНОТЕЖНОГ ДЕВИЗНОГ КУРСА

¹⁹⁸ Christensen, M (2000) Uncovered Interest Parity and Policy Behaviour: New Evidence. *Economics Letters* 69. Elsevier B.V. 83,84.

¹⁹⁹ Clark, P. B. i MacDonald, R (1997) Exchange Rates and Economic Fundamentals: a Methodological Comparison of BEERs and FEERs. Working paper (98/67). IMF. 14.

Модел BEER је повезан са именима Clark и MacDonald и њиховој креацији овог модела 1997. и 1999. године. Циљ овог модела је да са својим техникама моделирања представи кретање RER током времена, а не само на равнотежном нивоу на средњи и дуги рок. У овом моделу нагласак је на емпирији и он приказује краткорочни равнотежни концепт. Почетна тачка у анализи код модела BEER је услов паритета непокривених каматних стопа, што је прилагођено за постојање временски променљиве премије на ризик, која је апроксимована користећи однос постојећег државног дуга у односу на спољни државни дуг изражен у проценту BDP. Недовољан број опсервација будућих нивоа RER је разлог отежаног имплементирања UIP, без обзира са проширењем приступа у виду премије на ризик. Clark и MacDonald су узели претпоставку да ће будућа вредност DK бити исказана у релацији са економским фундаменталним варијаблама на дуг рок.

Фундаменталне економске варијабле (FEV) које користе Clark и MacDonald су трговинска размена – ToT (terms of trade)²⁰⁰ или однос вредности увоза и извоза, цена разменљивих добара у односу на неразменљива добра (TNT – tradable to non-tradable goods), апроксимовани однос индекса потрошачких цена CPI (consumer price index) и индекс произвођачких цена PPI (producers price index) и нето страна актива исказана у проценту BND – NFA (net foreign assets).

Вредности FEV се упоређују између посматраних држава. Коинтеграциона једначина која формулише и објашњава BEER методологију представља функцију наведених FEV и коефицијента државног дуга. Укључивање и представљање ових варијабли је ад хок по закључку твораца модела, јер анализа не намеће неку специфичну функционалну форму или везу са економском теоријом. Уместо тога, све везе су емпиријски одређена. Коришћена је Johansen-ова коинтеграциона техника, која омогућава да се варијабле процесом моделирања поставе у систем и могућност постојања више од једног коинтеграционог вектора. У моделу из 1999. године, у којем су посматране Сједињене Америчке Државе, Немачка и Јапан, постојала су два коинтеграциона вектора. Један је приказивао разлику/диференцијал реалних каматних стопа, а други остале варијабле у међусобном односу. Овим моделом је објашњено

²⁰⁰ Скраћенице везане за економске појмове се употребљавају у изворном облику у циљу лакшег праћења текста и општеприхваћених енглеских термина.

зашто теорија PPP, која се усваја за простије моделе, није адекватна када се укључе разни реални проблеми који се јављају у макроекономији.²⁰¹

Изворни BEER приступ од стране Clark-а и MacDonald-а није базиран на неком одређеном моделу девизног курса и као такав се сматра веома уопштеним моделом. Заједничко за сваку варијанту овог приступа је услов да платни биланс буде на нули код еквилибријума. BEER модел користи теоретски модел девизног курса у циљу добијања EER и на тај начин одступања девизног курса од номиналног. Овај приступ је одговарајући за обједињавање и приказ свих систематских и фундаменталних кретања девизних курсева и може бити стављен на ригорозна статистичка тестирања. BEER представља један врло прилагодљив приступ у оцени девизног курса, обично се ослањајући на једну једначину, користећи временске серије или панел-податке. Подешавање фундаменталних варијабли на жељене вредности у току посматраног периода се може постићи коришћењем статистичких филтера, попут *Hodrick–Prescot*, *Beveridge Nelson*-ове декомпозиције или *Granger–Gonzalo* декомпозиције.

Посматрано у целини, BEER приступ се одвија у четири фазе. У првој фази се врши процена дугорочног односа између RER, фундаменталних вредности и краткорочних варијабли, што представља основ за добијање процене редуковане форме RER модела. У другој фази се рачуна стварна одступања између прилагођене *fitted* и стварне вредности RER. Све краткорочне варијабле се постављају на нулу, а све фундаменталне вредности – независне варијабле стављене су у једначину. У трећој фази се идентификују дугорочне вредности независних варијабли користећи статистичке филтере. Четврта фаза као производ даје укупно одступање од прилагођене *fitted* и стварне вредности RER када се употребе одрживе вредности независних променљивих. Укупно одступање ће зависити од краткорочних ефеката и одступања независних варијабли од својих дугорочних вредности.

Методологија BEER се користила за добијање EER за развијене индустријске земље, а касније се користи и за земље у транзицији. Аутори су користили следеће фундаменталне варијабле, попут RER индекса насталог из NER индекса прилагођеног за промену у потрошачким ценама. Варијаблу попут нето извоза, који представља годишњи трговински биланс као проценат GDP. Разлика у каматној стопи посматране земље и каматне стопе њених највећих трговинских партнера. Разлика у трговинској размени *Terms of trade*

²⁰¹ Clark, P. B. i MacDonald, R (1997) op.cit. 19.

посматране земље у односу на корпу највећих трговинских партнера те земље. Разлика у *GDP per capita*, која се изражава као проценат суме *GDP per capita* највећих трговинских партнера.²⁰²

Поред значаја утврђивања EER за развијене земље, велики значај ове вредности и његове оцене је за нове чланице EU и за земље кандидате.

За земље кандидате за улазак у EU значајно је и неопходно да претходно утврде коначни девизни курс који би требало да презентује најбољу могућу процену EER, а пре уласка у ERM II. ECB у овом случају нема јасно дефинисан и описан оквир по коме би се имплементирале процедуре за утврђивање девизног курса једне земље.²⁰³

Земље централне и источне Европе на свом путу уласка у еврозону морају да постану и буду део ERM II. Ове земље у том циљу морају да утврде свој девизни курс у односу на евро. Свака земља има своје специфичности, те ће се у том смислу развити и различите методологије и приступи у утврђивању EER коришћењем различитих макроекономских варијабли. Макроекономске варијабле које се користе су *GDP per capita*, продуктивност, разлика у каматним стопама, отвореност трговине, као и монетарне варијабле. Питање утврђивања одговарајућег EER поред стандардног интересовања везано за развијене земље актуелизује се и по питању нових чланица EU, из разлога уласка у зону евра. Савет ECB је да свака земља понаособ утврди девизни курс који представља најбољу процену EER у тренутку уласка у систем ERM II. Ово је неопходно из разлога избегавања будућих дисбаланса након приступања. То би значило да у случају приступања, посматрана земља има прецењену валуту, тада ће највероватније та земља изгубити на својој конкурентности и биће изложена спекулативним нападима. У случају потцењене валуте, долази до инфлационих притисака, јер фиксни девизни режим подразумева да се реална апresiasiја валуте може одвијати само кроз вишу инфлацију. Тренд је да се данашњи девизни курсеви крећу ка фиксном или ка пливајућем девизном курсу. Литературом доминира прилаз BEER и валидност PPP, као и актуелне студије које користе концепт стационарности и коинтеграције у циљу тестирања теорије PPP. Неусаглашености и одступања RER анализирана у

²⁰² MacDonald, R. i Dias, P. (2007) op.cit. 2.

²⁰³ Komarek, L. i Melecky, M. (2005) The Behavioural Equilibrium Exchange Rate of the Czech Koruna.. *Working Paper 5*. Prague. Czech National Bank.2.

литератури су презентована под утицајем приступа BEER и FEER, Balassa–Samuelson ефектом, као и разним економетријским методама. Употребљив и често коришћен методолошки приступ представља BEER, развијен од стране Clark-a и MacDonald-a 1999. године. Овај модел по природи има највише емпирије у поређењу са осталим моделима и није толико експлицитан по питању теоријског оквира. Треба га посматрати као статистички приступ који за циљ има да повеже RER са сетом макроекономских варијабли. Раздваја нормативне од бихевиоралних аспеката. Процедура је двостепена, где се у првом степену утврђује однос бихевиоралног девизног курса и у другом процена прецењености или потцењености девизног курса. У оквиру овог модела се користи RER који се добија на основу макроекономских фундаменталних варијабли, а не на основу девизног курса који је у сагласности са унутрашњом и спољашњом равнотежом. Стварни RER представља равнотежу у бихевиоралном смислу, јер његово кретање представљају промене макроекономских фундаменталних варијабли. Приступ BEER је у сагласности са теоријом PPP, али не претпоставља константни RER током времена, већ узима у обзир реалне факторе у анализи одступања RER у односу на еквилибријум у оквиру теорије PPP.²⁰⁴

У циљу добијања RER, користи се углавном приступ теорије PPP. Чешки економисти Malecky и Komarek користе приступ реалне непокривеног каматног паритета UIP (*uncovered interest parity*) у циљу добијања RER. Они су се определили за тај приступ из разлога веома дугог приступа и потцењености валуте од стране теорије PPP. По овој теорији, RER представља однос страних и домаћих цена израженим у домаћој валути, односно NER. Добијање података везаних за цене није лако добити, нити лако упоредити. Најчешће коришћен је индекс потрошачких цена CPI (*consumer price index*).

Постоје два типа варијабли који се користе код економетријског моделирања. Прва категорија би биле дугорочне варијабле које утичу на вредност валуте и краткорочне варијабле које имају пролазан утицај. У оквиру BEER приступа се користе више краткорочне варијабле, на основу досадашњих истраживања. Највише коришћене варијабле су GDP *per capita* као замена за Balassa–Samuelson ефекат, као и за трговинску размену TERMS OF

²⁰⁴ Albulescu C.T. i Goyeau D. (2010) Equilibrium exchange rate in the eurozone candidate countries: a BEER approach on a panel of data. U: International Conference on Globalization and Higher Education in Economics and Business Administration – GEBA 2010. Ur.: AIRINEI D., PINTILESCU C., ASANDULUI·M., ANDRIEŞ A. M. Romania. Lasi. GEBA.274.

TRADE, затим разлика у ценама, разлика у каматним стопама, отвореност трговине и нето страна актива.²⁰⁵

4.4 ОЦЕНА БИХЕВИОРИСТИЧКОГ РАВНОТЕЖНОГ РЕАЛНОГ ДЕВИЗНОГ КУРСА (BEER – BEHAVIORAL EQUILIBRIUM EXCHANGE RATE)

У овом делу ћемо покушати да утврдимо детерминанте кретања реалног девизног курса евра према долару применом BEER методе.

Реални девизни курс евра према долару је добијен на основу следеће функцијске формуле:

$$RER = f(NFA, OPENESS, C, D14) \quad (1)$$

У обрачуну су коришћене серије номиналног курса евра према долару, као и потрошачких цена у EU и SAD. Напомињемо да је се у читавој анализи посматра EU19, што је донекле и ограничавајући фактор када је у питању период на којем се анализа заснива. Наиме, EU19 је створена 2014. године, уласком Летоније у монетарну унију, а прилагођавање је извршено од 2004.

Као независне варијабле смо одлучили да користимо:

- Нето страну активу – дату као удео у BDP-у, која је приказана и дата у прилогу бр. 1
- Нето извоз – дат као удео разлике извоза и увоза у BDP-у, која је приказана и дата у прилогу бр. 2
- Реалне инвестиције – дате као удео у BDP-у која је приказана и дата у прилогу бр. 3
- Диференцијал продуктивности – разлика између продуктивности у EU и SAD, , која је приказана и дата у прилогу бр. 4
- Диференцијал реалних каматних стопа – разлика између реалних каматних стопа у EU и SAD; коришћене су дугорочне каматне стопе, а за дефлатор је коришћен индекс потрошачких цена, која је приказана и дата у прилогу бр. 5

²⁰⁵ Komárek, L. et al. (2013) op.cit. 3.

– Отвореност економије – збир укупног увоза и извоза дат као удео у ВDP-у, која је приказана и дата у прилогу бр. 6²⁰⁶

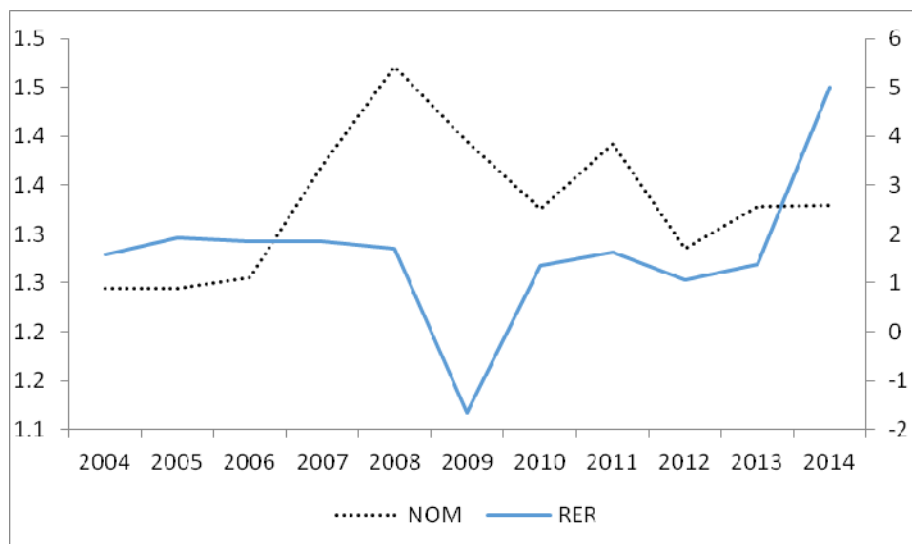
Табела 2. Листа скраћеница

RER	Реални курс евра према америчком долару
NFA	Нето страна актива
NX	Нето извоз
REALINV	Реалне инвестиције
DPROD	Диференцијал продуктивности
NOM	Номинални курс евра према америчком долару
REAL_IR_DIF	Диференцијал реалних каматних стопа
OPENESS	Отвореност економије

На следећем графикону приказано је кретање номиналног и реалног курса евра према долару. Где можемо уочити снажно одступање RER у односу на претходне године, услед дефлаторних притисака на евро и раста инфлације у SAD.

Слика 18. Кретање номиналног и реалног курса евра према долару

²⁰⁶ Сви подаци који су коришћени за добијање ових варијабли су узимани са сајтова <http://ec.europa.eu/eurostat/>; <http://stats.oecd.org/>; <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>.



Табела 3. Дескриптивна статистика

	RER	NFA	OPENESS	NX	REALINV	REAL_IR_DIF	DPROD	ER_NOM
Аритметичка средина	1.61	5.13	0.01	167.95	1977330.00	0.71	-15722.36	1.33
Медиана	1.63	5.20	0.01	176.80	1958643.00	0.57	-24462.00	1.33
Максимум	5.00	7.30	0.02	232.70	2193680.00	2.02	10109.00	1.47
Минимум	-1.65	3.60	0.01	21.50	1762414.00	0.07	-45201.00	1.24
Стандардна девијација	1.51	1.39	0.00	57.54	121578.90	0.56	21513.39	0.07
Коефицијент асиметрије (Skewness)	0.13	0.34	-0.66	-1.52	0.23	1.08	0.05	0.41
Коефицијент спљоштености (Kurtosis)	5.21	1.63	2.48	4.96	2.83	3.84	1.37	2.32
Jarque-Bera	2.26	1.08	0.92	5.97	0.11	2.47	1.22	0.52
Probability	0.32	0.58	0.63	0.05	0.95	0.29	0.54	0.77
Број опсервација	11	11	11	11	11	11	11	11

Ако погледамо корелациону матрицу посматраних серија, уочљиво је да је кретање реалног девизног курса највише позитивно корелисано са показатељом отворености економије.

Анализа је рађена за период од 2004. године до 2014. године. Коришћени су годишњи подаци, укупно 11 опсервација.

Први корак у анализи коришћених временских серија је било испитивање стационарности.

Табела 5. Тест јединичног корена

Назив серије	Ниво		Прва диференца	
	Вредност Т статистике	Р вредност	Вредност Т статистике	Р вредност

RER	-1.89	0.3 2	-3.05	0.07
NFA	0.08	- 3.0 1	-2.02	0.05
NX	-3.18	0.0 5		
REALINV	-3.30	0.0 5		
DPROD	-1.32	0.5 8	-2.25	0.03
REAL_IR_DIF	-4.39	0.0 4		
OPENESS	-2.57	0.1 3	-3.10	0.08

За одређивање стационарности временских серија најчешће се користи проширени *Dickey–Fuller*-ов тест (*Augmented DF – ADF*). Овај тест су направили *David Alan Dickey* и *Wayne Arthur Fuller* 1979. и 1981. године. *ADF* се користи за тестирање јединичног корена. За временску серију се каже да је нестационарна уколико има јединични корен и да подразумева случајни ход. Статистичка вредност *ADF*-а је негативан број. Што је вредност статистике више негативна, снажније је одбацивање хипотезе о постојању јединичног корена.

Резултати су приказани у Табели бр 5. Показало се да су серије *REALINV*, *NX* и *REAL_IR_DIF* стационарне, тј. нултог реда интегрисаности. Као нестационарне су се показале серије *RER*, *NFA*, *DPROD* и *OPENESS*. Диференцирањем су доведене на стационарни ниво.

Економетријску анализу смо извршили користећи *OLS Ordinary Least Squares* метод најмањих квадрата. Тестови коинтеграције и *Engle–Granger*-ова двостепена процедура за испитивање коинтеграције није рађена јер је број опсервација исувише мали у односу на број коришћених варијабли у моделу.

Као зависну варијаблу смо користили реални курс евра према америчком долару, док су све остале варијабле коришћене као независне. Испробали смо анализу и са укључивањем вештачких варијабли *D8*, *D9*, *D11* и *D14* варијабле које су имале ненулту вредност у 2008, 2009, 2011. и 2014. респективно. Од поменутих варијабли *D14* се показала као значајна, али су се у том случају предзнаци код осталих варијабли мењали са нелогичним економским тумачењем.

Табела 6. Резултат економетријске анализе

Method: Least Squares

Date: 07/26/15 Time: 20:05

Sample: 2004 2014

Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NFA	-0.4823	0.2055	-2.3469	0.0513
OPENESS	855.6243	282.2907	3.0310	0.0191
C	-8.0060	3.4601	-2.3138	0.0539
D14	3.7761	0.8158	4.6287	0.0024
R-squared	0.817	Mean dependent var	1.610	
Adjusted R-squared	0.739	S.D. dependent var	1.508	
S.E. of regression	0.770	Akaike info criterion	2.591	
Sum squared resid	4.155	Schwarz criterion	2.736	
Log likelihood	-10.253	F-statistic	10.447	
Durbin-Watson stat	1.856	Prob(F-statistic)	0.006	

Приказан је резултат економетријске анализе, тачније основни модел. Као значајне показале су се следеће варијабле: NFA, OPENESS, вештачка варијабла D14 и константа са две године доцње. Једино је серија NX у моделу значајна на 11%, док су све остале варијабле значајне на мање од 5%. Предзнаци су логични и у складу са економском теоријом. Наведене стационарне серије нису коришћене у моделу јер нису давале логичне предзнаке. Удео нето стране активе у BDP-у има негативан утицај на раст (депресијацију реалног девизног курса), што је већи прилив девиза из иностранства, девизни курс апресира. Показатељ отворености економије има позитиван предзнак као што је и очекивано.

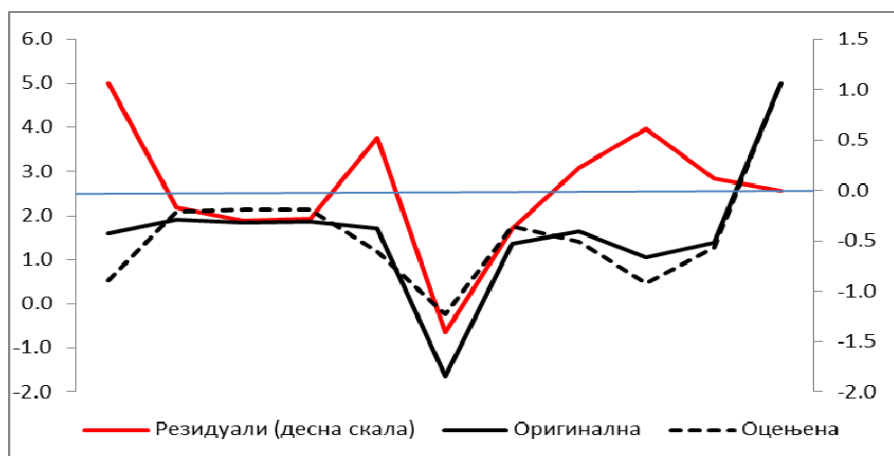
Свеукупно, модел има задовољавајуће карактеристике. Коефицијент детерминације R^2 износи 82%, што казује да је 82% кретања зависне варијабле објашњено моделом. И кориговани R^2 приказује завидан ниво, 74%. Durbin–Watson статистика, која представља показатељ аутокорељисаности има коректан износ (1,9). Као резултат смо добили једначину:

$$RER_t = -0.4823 NFA_t + 855.6243 OPENESS_t + 3.7761 D14_t - 8.0060 t - 2$$

(2)

Показатељ који се показао значајним – отвореност привреде је повезана са депресијацијом DK. Високи степен отворености омогућава ЕУ бржи трансфер материјалних и нематеријалних добара и самим тим брже прилагођавање настало економским шоком. Економија са релативно великим NFA може себи да приушти више апресирани RER и са тим повезан трговински дефицит, а да ипак остане солвентна.

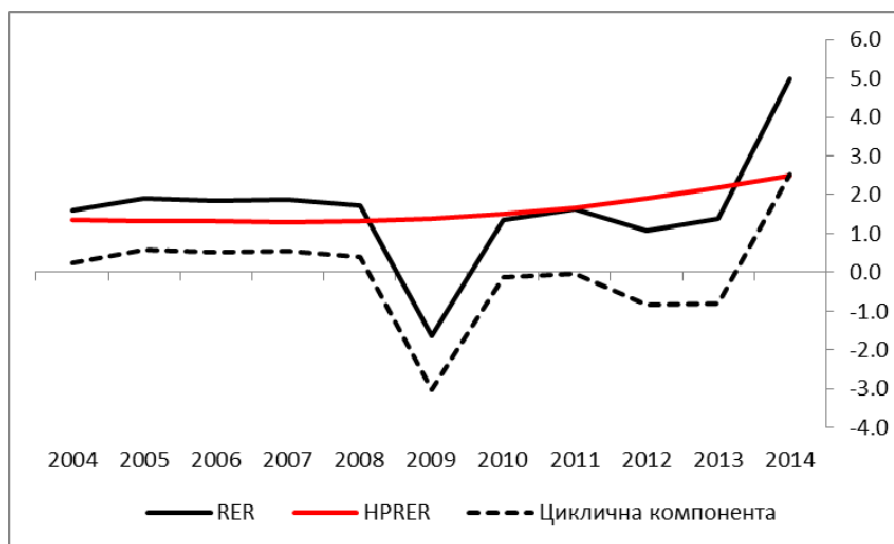
Слика 19. Кретње оригиналне и оцењене серије реалног девизног курса евра према америчком долару



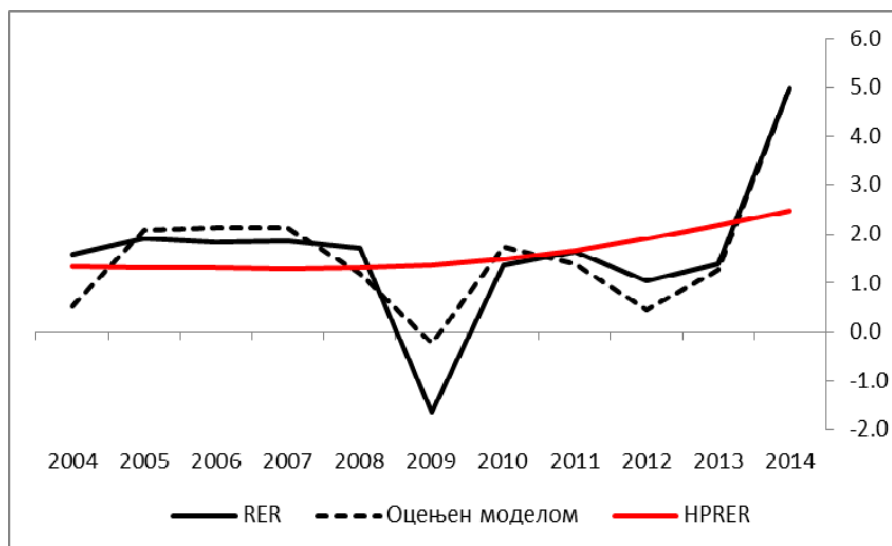
Графикон 19. приказује кретње оригиналне и оцењене серије реалног девизног курса евра према америчком долару. Може се закључити да оцењена серија реалног девизног курса не одступа пуно од оригиналне, што показују кретање и износи (десна скала) резидуала.

Поред оцењене серије добијене методом најмањих квадрата, урадили смо и НР (Hodrick–Prescott) филтер серије реалног девизног курса – HPRER. На тај начин смо раздвојили дугорочни тренд од краткорочних флукуација. НР филтером је изглађена серија реалног девизног курса, тако да је изгубљен драстичан пад у 2009. години.

Слика 20. Филтер серије реалног девизног курса



Слика 21. Оригинална серија девизног курса



На претходном графикону су приказане оригинална серија девизног курса, оцењена моделом, као и заравњена HP филтером. Очигледно је да је моделом добро објашњено кретање оригиналне серије и да се применом HP филтера не губе битне информације у кретању варијабле.

Усвајањем разних емпиријских методологија у циљу јачања робусности процена DK, у истом моменту оне постају подложне већем степену неодређености. Разлог томе представљају многоструки фактори попут нестабилности макроекономских веза и њихове разлике међу државама, затим значајни проблеми квалитативног представљања неких варијабли, као и несавршеност прилагођавања приказа модела.

Из наведених разлога варијабле које се користе у коинтеграционој једначини се морају узети са резервом, поготово за земље у развоју у процесу реструктурирања привреде.²⁰⁷ Најновија дешавања, попут кризе грчког државног дуга, такође истичу нестабилност и развијених земаља по овом питању. Морамо напоменути још и процес под надзором ЕСВ, а везан за приказ података, где је рок био дат закључно са крајем 2014. године. Ти подаци још нису у потпуности усаглашени и верификовани од стране надлежних тела. Методологије које се примењују за обраду ових статистичких података су Приручник за биланс плаћања 6 – BPM6 (*Balance of Payments Manual*), који се примењује од 1.1.2013. и Приручник за биланс

²⁰⁷ Lee, J., Abiad, A. i Kannan, P (2009) op.cit. 10.

плаћања 5 – BPM5, који се користи за претходне периоде. Због тога што државе не испуњавају рокове, долази до одступања у приказима, те се у неким случајевима користе очекиване вредности.²⁰⁸

На основу ове анализе путем економског модела BEER имамо приказ кретања равнотежног ДК, што се и види на основу апроксимирања временских серија, користећи HP филтер.

Важност процена RER и потреба за анализом се не сме превидети. Осетљивост на одступања стварног девизног курса од његове равнотежне вредности расте са степеном отворености економије. Што је и потврђено са овом варијаблом која се показала значајном. Утврђивање кретања RER је тешко установити. Подешавање ка стационарности у овом моделу на дужи рок биће нелинеарно, што потврђује и ADF тест који одбацује стационарност RER. Сматра се да BEER и FEER представљају фундаменталне моделе за процену EREER. Ови модели су тражени у процесу усвајања евра, пре стварања ERM II ова анализа није битна само за земље које желе да уђу у неку монетарну унију већ и за примере попут овог модела – анализи RER између EU и SAD. Овакви модели су изузетно значајни јер могу да се употребе за опсежније анализе ранијих економских дешавања, као и давања прогнозе за будућа.

²⁰⁸ ECB (2015) Implementing the new Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM5) <https://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html>, pristupljeno (23. 8. 2015.)

5. МЕЂУНАРОДНА УЛОГА ЕВРА И КРИЗА У ЕВРОЗОНИ

5.1 ЕВРО - ИНСТРУМЕНТ ГЕОЕКОНОМИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

5.1.1 Геоэкономија евра

Европа још увек није постигла ниво институционалног јединства који постоји у Сједињеним Америчким Државама, па је стога главни проблем Евра је преношење поставке монетарног система на географски простор, који не представља јединствен економски и политички простор.

У вези с тим, нужно је објаснити појам “геоекономија”, која се намеће економској теорији, као што се “геополитика” као теорија јавила у политичкој науци и пракси..

Неологизам “геоекономија“ указује на примесу логике сукоба методима трговања, односно - “логику рата у граматици трговине”, дату од стране америчког научника Karl Clausewitz-а, који је први покушао теоријски да уведе овај појам. Касније, рад на развоју ове научне дисциплине су наставили италијани Carlo Jean i Paolo Savona, француз Pascal Lorot и велики допринос даје рус Ернест Кочетов.

Свим својим активностима, државе настоје да постигну оптимум стања у својој политичкој и економској пракси. Геоэкономија представља савремену верзију супарништва међу државама. Сада је капитал еквивалент ватреном оружју. Војна сила још увек није ишчезла и представља реалан фактор у креирању данашњице, иако је изгубила традиционалну улогу као инструмент геополитике. *Lutwak* је издвојио геономију од геополитике. Мора се напоменути да су његова разматрања методолошки недовољно јасна. Без обзира на све то, требало би да и овај аспект буде предмет подробнијих анализа. Геономија произилази из геополитике, по тврђењу италијанских научника, где имамо трајни динамички однос између геономије и геополитике.

“Геономија означава скуп економских мера које државе предузимају ради јачања конкурентске моћи сопствене привреде на светском тржишту”²⁰⁹ Може се рећи да се

²⁰⁹ Babić B. (2010) Odnosi Kine i Evropske unije: geoekonomska osovina u razvoju. MP 3. Beograd. *IMPP*. 419.

геоекономија користи као инструмент за постизање циљева геополитике, који су увек усмерени ка јачању политичке моћи путем остваривања економских циљева.

Главне разлике између геополитике и геоекономије се могу представити кроз циљеве и метод, где циљ геоекономије није да успостави власт над територијом као геополитика употребом силе, већ трговинску и технолошку превласт користећи економска средства. Улога геоекономије у светским размерама је мања од улоге геополитике. Једино међу развијеним земљама примат има геоекономија, јер међу њима нема сукоба око територија.

Успешност заједничке валуте Евра за ЕУ представља сублимирано и успешност саме ЕУ. Евро се у том смислу може посматрати као инструмент геоекономије ЕУ, а мање као инструмент геополитике.

У пракси, управљање Евром и одржавање стабилности цена је за сада основни задатак Европске централне банке ЕЦБ. Проблем је што ЕЦБ, као централна институција која спроводи заједничку монетарну политику земаља чланица нема и централну фискалну улогу као подршку.

Пакт за финансијску стабилност, који је у оквиру Споразума из Мастрихта, је покушај да се створи заједничка мрежа која би надоместила недостатак централне фискалне власти. Та мрежа се реализује на тај начин што се свака држава добровољно обавезује да ограничи свој фискални дефицит. Али, одсуство правих санкција које би обезбедиле поштовање Споразума, омогућује државама чланицама да се правила не поштују.

У Европи, за разлику од САД и Њујорка, не постоји неприкосновен центар финансијске моћи. Као резултат имамо већу акумулацију капитала током времена на северу Европе, резултирајући већом урбанизацијом и индустријализацијом, са пар центара финансијске моћи, док је јужна Европа више аграрна и сиромашнија у капиталу.²¹⁰

Перспектива Евра на средњи рок је тај да ће се све више уплитати и политички аспект, поред присутног економског аспекта у смислу недостатка јединствене фискалне управе. Низак економски раст у ЕУ, ће у наредном периоду постављати све веће политичке

²¹⁰ Papic M. (2015) Europe and the Euro: A Geopolitical View—An Implausible Currency but the Best Alternative to Naked Conflict? <http://www.financepractitioner.com/macro-economic-issues-viewpoints/europe-and-the-euro-a-geopolitical-view-an-implausible-currency-but-the-best-alternative-to-naked-conflict?full>. (20.10.2015)

изазове. Све је више присутно јачање уских националних интереса и протекционизма, што угрожава за реализацију европске идеје на средњи рок. Све укупно, евро зона као таква, може постати изазовно инвестиционо окружење, где ће се геополитичко и политичко окружење више ценити него финансијско.

Као доказ исказане бојазни, имамо најновије дешавање у виду Украјинске кризе, руске анексије Крима и избегличке кризе су довела до озбиљних преиспитивања у оквиру ЕУ. Ови догађаји апострофирају политичку димензију подручја заједничке валуте и њену геополитичку важност. Тако да се ЕУ као пројекат константно доводи у питање у протеклих 25 година, још од пада Берлинског зида.

Увођење заједничке валуте - евра, је део целокупног пакета процеса европске интеграције. Јединствена валута има добро дефинисану политичку димензију.

Оцене о финансијским ситуацијама појединих националних економија су веома различите. Пакети економске помоћи за државе чланице подразумевају скок у ценама финансирања, бар на кратак рок. За сада стоји закључак да је још увек дуг пут до опоравка евро зоне. Ово разматрање треба да узме у обзир и предимензионирани банкарски сектор, који ствара велики део свог профита кроз финансијску трговину (спекулацију) и који функционише као природни дестабилизатор за целокупну евро зону. Примена макропруденцијалних мера од стране политичких чинилаца произилази из реалног стања у економији. Са актуелном финансијском кризом и кризом евро зоне повећана је забринутост због брзог прихватања евра и уласка у монетарну унију. Веома је важно је да криза у евро зони открива неконкурентну економију која се лако “угуши” унутар зоне једне валуте којој недостају главни механизми прилагођавања, као предуслов за приступање монетарно унији.

Са политичке тачке гледишта украјинска криза је довела до преиспитивања позиције ЕУ. Ово значи да поред логике везивања локалне валуте за евро по фиксном режиму и чланства у евро зони, национална безбедност и одлуке стратешко-политичке природе које су у корелацији са европском геополитиком се сада узимају у обзир. Много тога зависи од Немачке као најјачег, у политичком и економском смислу, члана ЕУ и њеног односа са Москвом. Енергетска сигурност нам указује на могућ правац дешавања, посебно и због изјава званичника Немачке да нема алтернативе у енергетској сигурности осим блиске сарадње са Москвом и снабдевања гасом ЕУ. Такође, Немачка држи кључ за комплетирање механизма за нормално функционисање Банкарске уније у евро зони. Геополитичка

релевантност ЕУ зависи од њене консолидације. Уколико се процес не настави напред ЕУ ће постајати све слабија.

5.1.2 Макроекономске пројекције евра

Јачање привредних активности у евро зони очекује се да буде настављено иако споријим темпом од очекиваног, што се види из неких ревизија које показују опадање изгледа раста.

Опоравак и повратак на утврђени пут, треба да буде потпомогнут и подржан добром домаћом динамиком јер је спољашње окружење постало мање наклоњено. Од инфлације се очекује да остане врло ниска у 2015. години и пројектована је да порасте изнад пројектованог и планираног нивоа и да достигне 1,7% у 2017. години. Повећање годишње стопе инфлације се тренутно очекује али спорије него што се то очекивало у јуну. Пројектовање за НЦР индекс инфлације, такође повлачи смањивање ревизије, углавном због нижих цена нафте.

Приказано кроз последње финансијске тензије на тржишту, глобални изглед Евро Зоне остаће рањив за извешан број неизвесних потеза. Посебно, као што су показали најновији догађаји, као растућа забринутост о изгледу раста у Кини и другим растућим тржишним економијама може врло брзо да доведе до наглог развоја финансијског тржишта које на различите начине, што може утицати на изглед евро зоне. Један извор глобалних несигурности и неизвесности односи се на ниво успоравања раста у Кини. Док основни правац дешавања већ указује на постојање тенденције успоравања раста у Кини, даљи расплет дисбаланса везаног за Кинеско грађење економије и повећање дуга може довести до повећања финансијског стреса и наглог пада економије.

Изједначавање цена у Кини може и даље да пада док домаћи инвеститори поново утврђују премије за уједначене ризике. Смањивање и уништавање квалитета активе и више премије ризика могу повећати притисак на добит од државних обвезница, јер ће влада бити приморана да обезбеди подршку широких размера за банкарски сектор. То одвлачи Кину од Евро Зоне.

Такође, још један од извора глобалне несигурности за Евро зону и је и подизање референтне каматне стопе у САД од стране Федералних резерви, која тиме показује да је

изашла из рецесије и тиме привлачи инвеститоре који ће тада више ићи ка SAD него ка привреди Евро зоне.²¹¹

5.1.3 Институционална заокруженост еи

Финансијска криза која је постала још оштрија и јача у евро зони у 2010. је постала катализатор за јачање управљања ЕМУ-ом. Продужена и еволуирана криза открила је неколико слабих тачака у политичкој економији ЕМУ, као што је неспособност да се умање прекомерне макроекономске и финансијске неуравнотежености унутар евро-области или да се оне ублаже преко употребе разноврсног оруђа економске политике као предвиђено теоријом оптималних валутних подручја.

Настанак друге генерације Европског Индекса Институционалне интеграције (EUR II) мотивисан је глобалном финансијском кризом и кризом државних дугова у евро зони. Овај индекс је иницијално развио *Dorruci* и остали 2002. године. Ове кризе су разоткриле, исказале и погоршале слабости у архитектури ЕМУ. Преглед такозваног монетарног поља путем којег ће заједничка валута хармонизовано функционисати као катализатор за даљу економску и политичку интеграцију овде је само делимично остварено.

Економски програми усклађивања за Грчку, Ирску, Португал, Шпанију и Кипар који су финансијски подржани од стране Европски Фонд за Финансијску Стабилност - *European Financial Stability Facility* ESFS, а касније такође од стране Европског Механизма за Стабилизацију - *European Stability Mechanism* ESM.

Финансирање ESM долази од уплаћеног капитала, плус заједничке и обострано заложене гаранције у пропорцији удела у капиталу ЕСВ.

Приступ повратка финансијске стабилност и спречавање, односно поправљање макроекономска неравнотежа је путем Пакта о Стабилности и Расту је учвршћен са пакетом економских управљачких мера, укључујући Процедуру Макроекономске Неравнотеже - *Macroeconomic Imbalance Procedure* MIP.

²¹¹ ECB (2015) September 2015 ECB staff macroeconomic projections for the euro area. Frankfurt. ECB. 2,3.

Председник Европског Савета - Herman Van Rompuy, Председник Европске Комисије - Jose Manuel Barroso, Председник Еврогрупе - Jean-Claude Juncker и испред ЕЦБ - Mario Draghi направили су нацрт извештаја, који се још зове „Извештај четири председника“.

Овај извештај даје предлог за нову архитектуру Европске Економске и Монетарне Уније у облику четири уније у следећој декади:

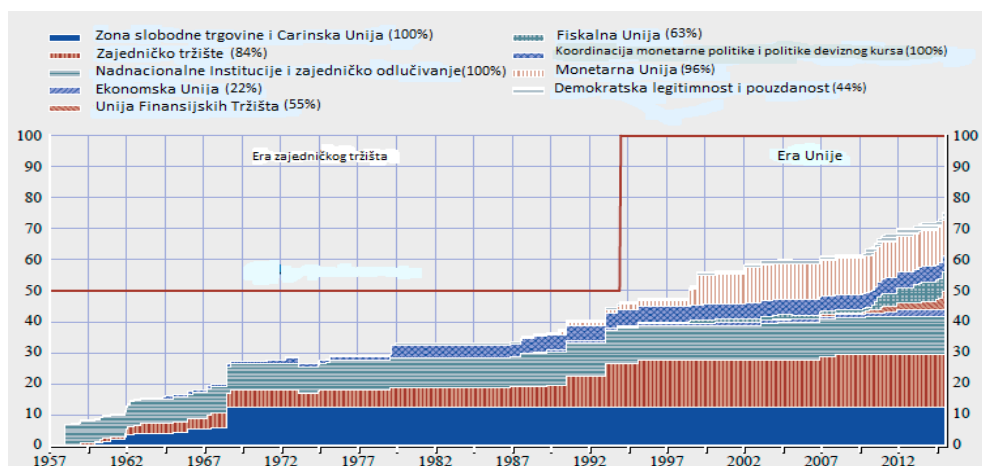
„Банкарска унија“ састоји се од интегрисаног финансијског оквира, укључујући три главне гране: Јединствени Надзорни Механизам - Single Supervisory Mechanism (SSM), заједничку шему депозита осигурања и оквир за заједничко реаговање.

„Фискална унија“ - састоји се од интегрисаног буџетског оквира који иде изван фискалног договора и споразума,

„Економска унија“ - која се састоји од оквира интегрисане економске политике, и

„Политичка унија“ која побољшава демократску легитимност, урачунљивост и одговорност свих тела које доносе одлуке у оквиру ЕУ. Ове четири уније предвиђају међусобну интерконекцију.

Слика 22. Прилагођен график европског индекса регионалне институционалне интеграције са процентом испуњености сваке EUR II



Извор: E. Dorrucci, D. Ioannou, F.P. Mongelli, A. Terzi (2015) The four unions “PIE” on the Monetary Union “CHERRY”: a new index of European Institutional Integration. *Occasional Paper Series*. 160. Frankfurth. ECB. 37.

За сваки од показатеља коришћених на графику је употребљен сет параметара који се у овом раду неће детаљније елаборирати, већ само користити финални производ истраживања, а то је поменути графикон.

EUR II индекс бележи сваки кључни корак Европских интеграција од 1957 од Римског Споразума па на даље. Природа Европских интеграција се променила после Споразума у Мадриху који је ступио на снагу у новембру 1993., утирући пут ка новој ери Европске Уније са фокусом на монетарну унију. EUR II индекс приказује тренутно стање ствари. Институционални оквир који је утврђен у Извештају Четири Председника је значајно до сада дао свој допринос да једна валута егзистира са неопходним степеном „уграђености“ у једном јединственом тржишту у сврси обезбеђења економске и финансијске стабилности одрживог раста у будућем периоду.

Постоје разлике између *de jure* (правне) и *de facto* (стварне) интеграције. Националне димензије економских интеграција и постигнути успех овде такође имају своју важност, јер представљају највеће изазове и следеће циљеве које треба остварити. Приликом провођења реформи, EU је ограничена и тиме да се институционалне реформе морају ефективно и ефикасно објаснити и на крају да се ускладе и буду општеприхваћене.²¹² Индекс EUR II, поред осталог показује вођење јединствене политике EU, пре свега односећи се на унутрашњу политику. Добро вођена унутрашња политика, и стварање функционалне EU, је предуслов за вођење успешне спољне политике.

По питању институционалне заокружености ЕУ, поставља се питање и институционалне заштите евра. У Уговору из Лисабона су изостављени симболи уставне природе, па и евро. Евро се означава званичном валутом и не спомиње се као симбол EU у члану 3(4). Овим евро валута нема правну заштиту као симбол суверености као и остале званичне валуте у свету. Према Уговору из Мадрихта, са ЕЦБ, представљају одговарајућу монетарну власт, с' обзиром да чувају куповну моћ валуте. По Уговору из Лисабона, ЕЦБ добија статус органа EU са својствима правног лица, независна од држава чланица и органа EU. Недовршеност заштите евра од стране ЕЦБ и EU је у томе што иза јединствене валуте не стоји јединствена монетарна власт, без обзира на дат мандат ЕЦБ, јер не постоји санкција за непоштовање одлука, нити за одступање од критеријума конвергенције које једна држава

²¹² E. Dorrucchi, D. Ioannou, F.P. Mongelli, A. Terzi (2015) The four unions “PIE” on the Monetary Union “CHERRY”: a new index of European Institutional Integration. *Occasional Paper Series*. 160. Frankfurt. ECB. 11.

може да спроведе. Тако да ово представља кључну слабу тачку ЕМУ, односно и саме ЕУ. Због правне недовршености, ЕМУ не може да обезбеди поштовање критеријума конвергенције, што је услов за чување постојаности куповне моћи евра. ЕУ је, а самим тим и ЕМУ, више од међународне организације а мање од државе, и то је разлог што евро нема одговарајућу заштиту. Без обзира што постоје недостаци у конструкцији ЕУ, ово подручје геополитички и геоекономски предствља “оптимално” подручје.²¹³

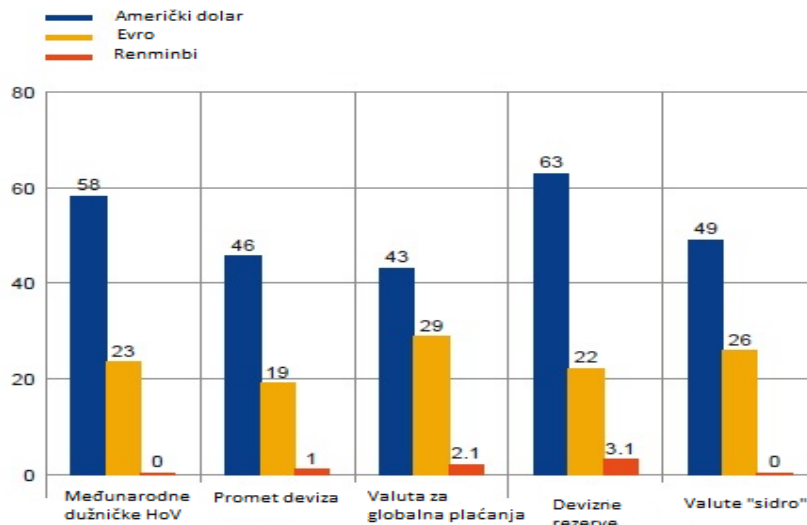
5.2 ФАКТОРИ КОЈИ СУ УТИЦАЛИ НА ПРОШИРЕЊЕ УЛОГЕ ЕВРА У МЕЂУНАРОДНИМ ДЕВИЗНИМ РЕЗЕРВАМА

Фактори који утичу на проширење улоге Евра у међународним девизним резервама су економске и политичке природе. На прве утиче првенствено ЕСВ са својим активностима, као и државе чланице са вођењем одговорних фискалних политика, а на друге ЕУ са својим органима управљања и деловања.

ЕСВ је предузела бројне стандардне и нестандартне политике деловања које су довеле до комфорније позиције монетарне политике, укључујући покретање проширених програма куповине финансијских средстава. Ово макроекономско окружење има разнолики утицај на међународни положај евра. У овом окружењу које карактеришу ниске и опадајуће каматне стопе у евро зони, евро се све више користи од стране међународних поверилаца. Корпорације које се баве инвестирањем, углавном из SAD, су били најактивнији издаваоци међународних обвезница деноминованих у Еврима, искористивши низак трошак финансирања у евро зони. Евро обвезнице су постале атрактивне, захваљујући релативно ниским распоном каматних стопа и упркос вишем трошку замене евра у доларе. На све ово, имамо и идеју поверилаца да упаре своју активу и своје обавезе деноминоване у еврима и на тај начин да се обезбеде (*hedge*) од ризика промене девизног курса.

Слика 23. Прилагођен график поређења валута.

²¹³ Babić S.B. (2011) *Kriza evropske monetarne unije – još jednom*. Naučno društvo ekonomista Srbije sa Akademijom ekonomskih nauka i Ekonomskim fakultetom u Beogradu. Beograd. 83,84.



Извор: ECB (2015) The International role of the Euro. ECB. Frankfurt. 8.

Као што се да видети из слике, закључак је да је амерички долар водећа светска валута, где се највећа разлика у односу на Евра види у девизним резервама а најмања у учешћу у глобалним плаћањима. Такође, треба обратити пажњу на појаву кинеског ренминбија.

Менаџери девизних резерви на глобалном нивоу, нису активно мењали своје портфолије и ослобађали се евра у 2014. години, што би била уобичајена пракса власника финансијске имовине деноминоване у еврима. Гледајући на дужи рок, удео SAD долара и Евра у светским девизним резервама се смањио од 2007. године код SAD долара за 5% на 63%, а код Евра за 1% на 22%. Удео нетрадиционалних резервних валута, укључујући кинески ренминби, се скоро утростручио за исти период, што указује на већу диверзификацију у светским девизним резервама. Удео Евра у страним депозитима у региону, је у извесној мери порастао, што имплицира да је наставио да фигурира као сигуран чувар вредности (*safe store of value*). Удео Евра у фактурисању и као валута за поравнање у трговини за подручје ван евро-зоне је остао стабилан и у трговини добрима и услугама.²¹⁴

Најбољи и најпрецизнији увид у стање девизних резерви се може установити на основу базе података звана COFER (Currency composition of Official foreign exchange reserves) се ажурира од стране статистичког одељења ММФ. Узимају се подаци са краја сваке тромесечја за сваку валуту представљену, а оне су: Амерички долар, Фунта стерлинг, Јапански јен, Швајцарски франак, Канадски долар, Аустралијски долар и Евра.

²¹⁴ ECB (2015) The International role of the Euro. ECB. Frankfurt. 19.

Све остале валуте су представљене под категоријом – Остале валуте. Подаци који се достављају од стране држава су поверљиви и на дати на добровољној бази и строго поверљиви. Ова база не укључује резерве земље издаваоца валуте. Алоциране резерве представљају податке који су достављени за коришћење у овој бази података. Не-алоциране резерве представљају разлику између укупних девизних резерви евидентираних од стране ММФ и оних који су евидентирани у COFER-у.

Стране девизне резерве које се налазе у извештајима COFER се састоје од новчаница, банкарских депозита, благајничких записа, краткорочних и дугорочних државних хартија од вредности и осталих наплативих потраживања.

Међународне девизне резерве, односно њихова композиција се може видети у COFER, прегледу датом од стране ММФ чији је циљ што већа транспарентност у приказивању података, како би аналитичари, политичари и јавност боље разумели композицију девизних резерви у свету. Подаци из COFER, поред увида у састав девизних резерви, пружају и анализу развоја у међународним финансијским тржиштима. Укупан број земаља које достављају своје податке за ову базу је тренутно 146.²¹⁵

Табела 7. Међународне девизне резерве - COFER

	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015
Укупне светске девизне резерве	11,759,726,044,035	11,590,710,544,661	11,435,021,985,114	11,459,664,458,733
Алоциране резерве	6,190,819,865,800	6,085,005,861,574	6,061,534,250,602	6,666,339,785,117
Потраживања у САД доларима	3,868,517,470,723	3,839,085,741,342	3,886,852,011,733	4,249,907,444,206
Потраживања у фунтама стерлинга	237,784,483,028	230,602,578,881	237,270,768,958	312,834,493,260
Потраживања у јапанским јенима	243,010,569,986	237,090,213,266	254,074,291,071	255,394,495,123
Потраживања у швајцарским францима	15,919,667,872	16,345,122,354	17,564,742,596	19,752,689,102
Потраживања у канадским доларима	119,983,563,975	115,047,739,814	112,656,656,316	127,669,014,867
Потраживања у аустралијским доларима	115,916,424,120	108,233,320,195	104,878,443,126	126,756,067,358
Потраживања у Еврима	1,394,103,994,771	1,346,875,562,402	1,261,965,614,029	1,366,994,809,326
Потраживања у осталим валутама	195,583,691,325	191,725,583,321	186,271,722,773	207,030,771,876
Не-алоциране резерве	5,568,906,178,235	5,505,704,683,087	5,373,487,734,513	4,793,324,673,616
* исказано у милионима америчких долара				

Извор: IMF (2015) Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER) <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (13.12.2015.)

²¹⁵IMF (2015) Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER) <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&ss=1442948906947> (11.10.2015.)

Фактори који утичу на међународни положај евра, се могу сагледати и из користи и трошкова међународног статуса једне валуте.

За економију која је издавалац валуте, једна од користи је сениоража- емисиони приход тј. позајмице без камате које се дају емисионој централној банци од стране нерезидената који држе новац и депозите без накнаде деноминоване у међународној валути.

Сениоража зависи од нивоа камате и може се очекивати да буде ограничене кад је каматна политика ближе нултом нивоу. Количина евро новчаница која циркулише изван евро зоне остала је на € 175 милијарди на крају 2014, док је емисиони приход достигао око €9 милијарди (или мање од 0,1% милиона евро зоне ВДР) са каматом на главним операцијама рефинансирања на 5 базних поена.

Друга корист је смањење (редукција) у трансакцијама и трошковима хединга за домаће компаније и домаћинства у њиховим међународним трговинским трансакцијама за робу и услуге.

Корист представља и делимична изолација од екстерних поремећаја у променљивости девизног курса.

Интернационализација валуте може такође да креира трошкове за емитујућу економију. Може се догодити да монетарни развој буде тежак за разумевање и тумачење. Може доћи до компликација у спровођењу монетарне политике ако потражња за новцем и токови капитала постану нестабилни као резултат спољашњих шокова.

Издаваоци међународне валуте обезбеђују осигурање за остатак света у смислу глобалног стреса што доводи до потенцијално великих финансијских трансфера међу економијама.²¹⁶

Емисија међународне валуте може створити додатне одговорности и изазове које би глобална финансијска криза учинила још очигледнијим. ЕСВ заузима неутрални став у вези међународне улоге евра, а то је феномен заснован на тржишту. Треба нагласити да ЕСВ, обезбеђујући цену и финансијску стабилност у евро зони, као и финансијску интеграцију у евро зони, индиректно доприноси побољшању међународне улоге евра.

Свој максимум, евро је достигао маја 2014. године, слично ономе у зиму 2010./2011. године, како у номиналним ефективним условима и у билатералном смислу у односу на амерички долар. После тога, између почетка маја 2014 до краја маја 2015 евро се обезвредио за 23% у односу на амерички долар и за 12% у номиналном ефективном смислу (у односу на корпу валута 38 главних трговинских партнера евро зоне).

Обезвређивање евра у односу на амерички долар било је посебно видљиво у овом периоду и посебно се рефлектовало на кораке федералних резерви према нормализацији монетарне политике.

Као контраст, ефективни девизни курс Евра, остао је у ширем смислу стабилан све до краја 2014. Од почетка 2015, евро је девалвирао на широј основи, без обзира на очекивање раста и ЕЦБ одлуке да се предузме куповина великог обима финансијских средстава по програму проширене куповине финансијске активе са циљем одржавања стабилности цена у евро зони.

Слом (неуспех) обезвређивања евро ефикасности догађа се од маја 2014. године у већини валута и сугерише да приближно две трећине вредности обезвређивања евра може да се припише слабљењу према америчком долару. Евро је такође ослабио према швајцарском франку кад је Швајцарска Национална Банка напустила свој девизни курс у највишем износу од 1.20 CHF/EUR у јануару 2015.

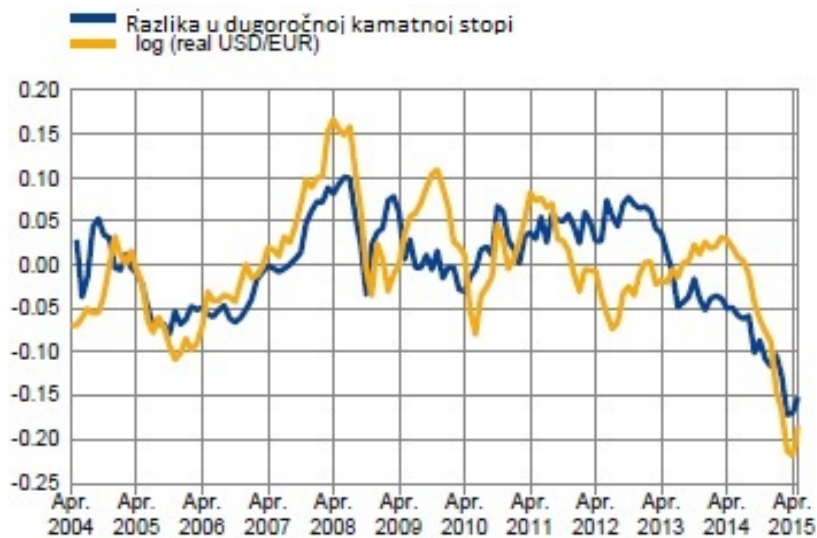
Развој и раст међу најјачим валутама показује разлике у путевима економског опоравка међу водећим светским економијама и одступања у циклусима монетарне политике. У једну руку, они рефлектују додатну конвенционалну и неконвенционалну монетарну политику и мере предузимане од стране ЕЦБ. Федералне резерве су предузеле кораке који су сигнализирани њихову интенцију да трасирају пут ка нормализацији сопствене монетарне политике, што се и десило са подизањем референтне каматне стопе.

Из дугорочне перспективе слабљење евра према америчком долару у периоду од 12 месеци од маја 2014. године до априла 2015. године (-23%) било је највеће од почетка увођења једне валуте у 1999. године, а то се може приписати упрошћеном моделу непокривеног паритета каматних стопа - *uncovered interest rate parity* (UIP) где ниво реалног

²¹⁶ Eichengreen, B (2014) International currencies past, present and future: two views from economic history. *Working paper*. Seoul. BOK. 2014.

билатералног курса зависи не само од тренутног релативног става монетарне политике већ и од очекивања о целокупном будућем путу краткорочних девизних курсева, подразумевајући да стварни реални девизни курс две економије иде ка дугорочној равнотежи или еквилибријуму (као паритет куповне моћи – PPP) тренутни ниво реалних билатералних девизних курсева треба да одговара неограниченој суми будућих очекиваних разлика краткорочних камата.

Слика 24. Реални девизни курс USD/EUR са UIP показатељем



Извор: ECB (2015) *The International role of Euro*. Frankfurt. ECB. 13.

Девијације (одступања) између реалног девизног курса и његове равнотеже-еквилибријума добијеног помоћу модела, могу бити приписане факторима који нису обухваћени кретањима у диференцијалима реалних каматних стопа, као што је промена перцепције релативног ризика. Упоредивање реалног девизног курса USD/EUR са UIP бенчмарком сугерише да слабљење евра у току последњег периода може бити објашњено значајним проширењем спреда/распона између дугорочних каматних стопа у евро зони и САД, који се догађа још од краја 2012. Ово проширење може показати да код партиципације тржишта очекује наставак дивергентног економског опоравка и монетарне политике у средњорочном периоду.²¹⁷

²¹⁷ ECB (2015) *The International role of Euro*. Frankfurt. ECB. 13.

5.3 ПОЈАВА И УЗРОЦИ КРИЗЕ У ЕВРО ЗОНИ - ПРОБЛЕМ БУЏЕТСКИХ ДЕФИЦИТА И ЈАВНОГ ДУГА

Свет је погођен мутирајућом променљивом системском финансијском кризом која је без преседана у смислу финансијских губитака и фискалних трошкова, географског домета и брзине и синхронизације. Деструктивни потенцијал кризе државних дугова у евро зони полако јењава али и даље остаје значајан. Један од разлога је и сама комплексност кризе, која обједињује неколико штетних фактора, неких од раније а неких и скорашњих. Представља комбинацију преклапања финансијске кризе у неким земљама са кризом биланса плаћања и спорог раста у другим земљама. Ово се и раније дешавало у Европи, али никад у исто време у групи земаља које имају исту валуту и ограничене механизме прилагођавања. Неке земље требају озбиљно да раде на својој економији и чак делове исте поново да поставе.²¹⁸

Криза државних дугова евро-зоне се раширила на пролеће 2010, где је значајно пореметила финансијска тржишта и реалну економску активност у Евро зони, која се још увек опорављала од удара светске економске кризе из 2007-2009. Цена позајмљивања новца – *borrowing costs*, у низу земаља на периферији су достигли те нивое да је то угрозило њихову способност да сервисирају своје дугове. Банке су поштриле кредитне стандарде у кратком времену, а поверење у економију је на минимуму. Атипична природа кризе је условила ЕЦБ да повуче пар корака без преседана да побољша функционисање банкарског система и подржи економски опоравак. По питању обима, најави Програма директних монетарних трансакција - *Outright Monetary Transactions* (ОМТ) програм је био најважнија неконвенционална политика спроведена у евро зони од њеног настанка. Под овим програмом, ЕЦБ је посвећена куповини на секундарним тржиштима и под сетом строгих услова је ограничила количину обвезница за покривање државног дуга које су издате од стране држава са проблемом државног дуга.

Криза државних дугова је букнула у евро зони 2010. године, емитујући таласе кроз глобални банкарски систем и изазвала интервенције од стране влада и централних банака угрожених држава у обиму упоредивим са програмима који су имплементирани током финансијске кризе 2008-2009 године.

²¹⁸ Mongelli FP (2013) The mutation of euro area crisis Is the balance between “sceptics” and “advocates” shifting? *Occasional paper series*. 144. Frankfurt. ECB.4.

Криза од августа 2007. године до данас може бити подељена на три главне фазе: финансијска криза од августа 2007. године до пада браће *Lehman* глобална финансијска криза од септембра 2008. године до пролећа 2010. године; и дужничка криза области евра од пролећа 2010. године до данашњег периода.

Док је свака фаза доносила значајне изазове, текућа суверена дужничка криза - криза државних дугова, представља најкритичнију фазу за евро област. Донела је изазове без преседана за монетарну унију и иницирала изузетно велика усклађивања како у монетарној политици и институционалним договорима на нивоу евро области.

Свака кризна фаза има своје специфичности, и мере које су предузете од стране ЕЦБ за време сваке фазе. У овим случајевима је изражена јака потреба да се јача економска унија да би се гарантовала одрживост монетарне уније евро области. У том смислу сматра се да су најновија институционална усклађивања направљена на нивоу ЕУ неопходна независно од финансијске кризе.

Уз помоћ и предност овог наведеног, финансијска криза од 2007 – 2012 може бити подељена на три главне фазе: финансијска превирања (9.август 2007 до 14.септембра 2008); глобална финансијска криза (15.септембар 2008 до 7.мај 2010) и евро зона и суверена дужничка криза (8.мај 2010.до сада).

У прве две фазе дугови држава чланица евро области нису били изложени опасности и њихово простирање остало је релативно уско (али шире него у периоду пре кризе). Неке европске банке суочиле су се са финансијским тешкоћама али укупно гледано, банкарски систем се добро држао. Док је економски утицај кризе био значајан, банке су адекватно биле заштићене процесом ублажавања ефеката аутоматским стабилизаторима, мерама подршке владе и економским политикама прилагођавања.

Изазови на које је наишла ЕЦБ, у прве две фазе кризе, нису били значајно различити од оних са којима су се сусретале остале највеће централне банке.

Интернационално посматрајући, G20 је одиграла значајну улогу у координацији глобалних политичких одговора на кризу и значајних промена које су направљене за међународну финансијску структуру, укључујући појачану улогу која је дата Одбору за финансијску стабилност - *Financial Stability Board* - FSB и новом нацрту Basel III, као и успостављању Европског Одбора за Систематски Ризик - *European Systemic Risk Board* ESRB на нивоу ЕУ.

Услови у евро области драматично су погоршани у пролеће 2010. године, са појавом дужничке кризе држава чланица. Различити правци погрешне политике постојали су од лансирања евра – слабе јавне финансије у групи земаља, непрестани лоши биланси у другој групи која се преклапала и спори раст продуктивности у осталим државама били су увећани финансијском кризом, кроз експонирану повратну спрегу између солвентности банака и забринутости за стабилност и одрживост јавних финансија.

Ова фаза кризе донела је нове изазове што је захтевало нове мере од стране ЕСВ ако и других креатора економске политике. Криза је још више нагласила међузависност између економских реформи, институционалног оквира и монетарне политике.²¹⁹

5.4 РЕШАВАЊЕ КРИЗЕ И СТРАТЕГИЈЕ ИЗЛАСКА ИЗ КРИЗЕ

5.4.1 Решавање кризе

Криза евро зоне има и две додатне димензије, где је једну представљају мане у управљању евро зоном, а друга би била пропадање поверења у поузданост саме евро зоне. То је условило разна размишљања и сценарија редефинисања тренутног стања ствари у ЕУ, где расте недостатак солидарности и дељења ризика, недостатак визије, ризик од фискалне доминације и друго. Ова криза представља катализатор за промене.

Финансијска криза се драстично одразила на понашање и имплементацију монетарне политике. Криза је натерала све велике централне банке да употребе целокупан опсег мера своје монетарне политике, да употребе сва оруђа и инструменте и да их прошире за време различитих фаза. Централне банке су такође ојачале своју комуникацију да би јавности објасниле циљ понекад веома важних политичких мера без преседана.

Као и остале главне централне банке, и ЕСВ је допунила своје стандардне мере, попут контроле над низом кључних камата, са нестандартним мерама, да би директно утицала на повећани губитак поверења и одустајање инвеститора услед већег ризика и лоше функционисање различитих сегмената финансијског тржишта.

²¹⁹ F. Drudi, A. Durré and F. P. Mongelli (2012) The interplay of economic reforms and monetary policy the case of the euro area. Working paper series 1467/2012 Frankfurt. ECB.3.

Ове мере су употребљаване, од самог почетка финансијске кризе, паралелно са управљањем краткорочних камата, што је одлика монетарне политике у нормалним временима.

Ове мере су по својој природи „нестандардне“ у смислу да је њихово постојање блиско повезано са постојањем кризе: ове мере неће бити потребне у присуству и у окружењу финансијског тржишта које добро функционише.²²⁰

У пракси, сврха лежи у томе да се сачува пренос-трансмисија дуж криве приноса са позиције монетарне политике ЕСВ, на основу кључних каматних стопа ЕСВ, а то је усмерено на постизање стабилности цена у будућем средњорочном периоду.²²¹

Од периода августа 2007. године, циљ коме тежи ЕСВ, је да преко различитих нестандартних мера, прилагоди свој одговор на специфично лоше функционисање финансијског тржишта. Због важности банака у финансијском систему евро области, ово лоше функционисање је примарни циљ ових мера.

Друга фаза кризе започиње са колапсом браће *Lehman* у септембру 2008. године, владе држава евро зоне су започеле различите иницијативе да подрже свој банкарски сектор (преко државних гаранција, инјекција капитала и/или зајмова) да би парирали успоравању економског раста. Ипак, као резултат ових мера, одрживост јавних финансија у растућем броју држава дошао је у питање и провераван је на тржишту.

Земља која је дошла под лупу јавности је Грчка убрзо после именовања нове владе – која се појавила после јесењих избора 2009. године – и наредила ревизију јавних финансија.

Налази су били шокантни што је нагло довело до тензија на тржишту државних дугова. Након тога је дошло до опсежних разматрања одрживости грчких јавних финансија и анализа јавних финансија и података о јавним финансијама грчке владе од усвајања Евра 2002.

²²⁰ Borio, C. (2011) Central banking post crisis: what compass for uncharted waters?. Working Papers. 353. Basel. BIS. 1.

²²¹ Buitier, W. (2010) Reversing unconventional monetary policy. Discussion Paper Series. 7605. London. CEPR. 27.

Десетогодишњи спред/опсег добити између обвезница Грчке и Немачке владе у то време је био на око 1000 базних поена, дана 10.маја 2010. године. Од тог периода па на даље, јављају се слични проблеми у Ирској, Португалу и касније Шпанији и Италији, који имају даљи негативан утицај на ликвидност на тржишту за нове и постојеће државне дугове.

Највећи извор системског ризика за неколико економија евро зоне био је ризик од “заразе”, односно преливања спреда на државне хартија од вредности (HoV), држава са проблемом државног дуга.²²²

Упоредјујући стандардне стопе кредитних свопова у евро зони са оним у државама SAD, налазе се докази за веће бројем заједничких фактора. Такође се долази до налаза спуштање оцене/рејтинга државних обвезница у Грчкој, Ирској и Португалу је повезано са порастом дуга других држава са slabим фискалним основама; на тај начин се и израз “финансијско загађење” може применити.²²³

Из тих разлога је постојао, а и даље постоји велика вероватноћа и значајан ризик да развој ситуације трговине на тржишту државних обвезница у државама евро зоне највише погођеним кризом може да изазове спиралу велике неликвидности у целој евро зони.

У исто време, позиција ликвидности банака је такође погођена истом повратном спрегом. Период пада рејтинга држава због дуга праћен је упоредо са умањењем рејтинга HoV од највеће тржишне вредности које су издате од стране финансијских институција, са седиштем у државама обухваћеним кризом сувереног/државног дуга.²²⁴

Ово је довело и до даљег опадања и обезвређивања широког опсега активе на приватним тржиштима хартија од вредности. Опадајућа цена ових финансијских средстава-активе ослабила је биланса стања разних финансијских институција, док је шанса за њихову

²²² Ang, A., Longstaff, F.A. (2011) Systematic sovereign credit risk: Lessons from the US and Europe. Working Paper Series. 16982. SAD. Cambridge.NBER. 12.

²²³ De Santis,R.A. (2012) The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, creditrating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. ECB Working Paper Series. 1419. Frankfurt.ECB. 26.

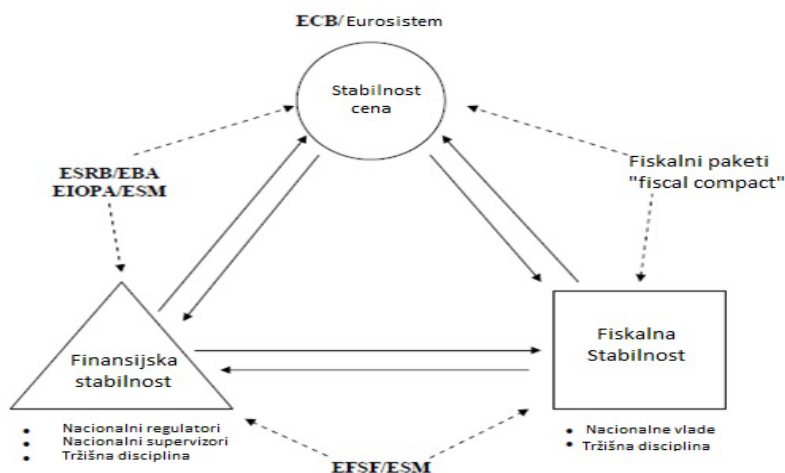
²²⁴ Eijffinger, S. (2012) Rating agencies - role and influence of their sovereign credit risk assessment in the euro area. Directorate general for internal policies Policy department A: economic and scientific policy. Brussels .European Parliament 19.

рекапитализацију све мања и мања са обзиром на фискалну консолидацију потребну у већини држава да поврати поверење у тржишта држава дужника.

Упоредо са повећаним нивоом интервенција монетарне политике од стране ЕЦБ, државе чланице су такође предузеле широки спектар реформи, од економских и институционалних реформи на националном и европском нивоу.²²⁵

Некомплетност институционалног оквира ЕМУ и његова рањивост је била очигледна и у периоду пре кризе државних дугова. Било је пропуста у управљању, институционалних пропуста и других слабости које су биле појачане и наглашене глобалном финансијском кризом и још више погоршане почетком кризом државних дугова тј. после почетка кризе у Грчкој и после накнадног ширења те кризе. Искуства са кризом показују да су стабилности цена, финансијска стабилност и фискална одговорност независне.

Слика 25. Заједничко тројство



Извор: Drudi F., Durréand A. i Mongelli F. P. (2012) THE INTERPLAY OF ECONOMIC REFORMS AND MONETARY POLICY THE CASE OF THE EURO AREA. WORKING PAPER SERIES NO 1467(2012). Frankfurt. Germany. European Central Bank. 18.

²²⁵ Van Riet, A (2007) Monetary Policy and structural reforms in the euro area. Structural reforms and macro-economic policy. ETUC. 60.

Од момента настанка кризе државних дугова, препозната је потреба да се обезбеде одрживе јавне финансије. У оквиру ЕМУ, ово посебно важи за услове у одсуства комплетне фискалне уније и могућности буџета на ЕУ нивоу са редистрибутивним карактеристикама као у САД. Зато је од највећег значаја национална фискална дисциплина.

У том контексту нови фискални договор - “fiscal compact”²²⁶ представља корак у добром смеру. Он се односи на слабости претходног оквира управљања. Два главна елемента представљају обавезно увођење правила балансираног буџета и механизма кориговања за одступање од балансираног буџета на националном нивоу и јачање процедура по питању дефицита у оквиру Пакта о стабилности и развоју.

Ефективно имплементирање овог договора на националном нивоу, ће помоћи да се утврде очекивања тржишта кад се ради о одрживости јавних финансија у Европи и да се смањи тренутно изузетно висока распрострањеност владиних обвезница.

Неуравнотеженост раста евро зоне је у томе што пре кризе није постојала једнака и равномерна активност надзора, регулатива, прописи и процедура одлучивања у земљама евро зоне.

Глобална финансијска криза је истакла неопходност превазилажења слабости процеса интеграције у евро зони. У том смислу, нови надзорни оквир је донет – за Европску унију као целину да би се информације размењивале и да би се постигла најбоља пракса, односно, да би се побољшала сарадња и утврдили извори системских финансијских ризика у раној фази. Овај процес има два главна правца деловања, први обухвата микро-пруденцијални надзор и чини га Европска супервизија банака- *European banking Authority* (ЕБА) као и Европска супервизија осигуравајућих компанија и пензијских фондова - *European insurance and occupational pensions authority* (ЕИОПА), као и Европска супервизија тржишта и HoV - *European securities and market authority* (ESMA).

Други правац деловања је посвећен макро-пруденцијалном надзору и сконцентрисан је на Европски Одбор за Системски Ризик - *European systematic risk board* (ESRB).

²²⁶ Међудржавни споразум о стабилности и координацији у економској и монетарној унији – тврђа верзија Пакта за стабилност и раст

Имплементација Базел III директива обезбеђује адекватан и довољан ниво капитализације банака. Подршка домаћих банака у неким земљама је довело до недостатка поверења у јавне финансије. Настао је затим зачарани круг где слаба динамика решавања државних дугова штети банкама а потреба за рекапитализацијом банке, за узврат, штети државним дуговима.²²⁷

Сама изградња EMU је направљена без могућности одлучивања и решавања великих криза државних дугова.

Излаз из финансијске кризе лежи у трајном обезбеђивању здравих финансија различитих финансијских институција где представници националних влада морају предузети неопходне мере да поврате поверење инвеститора.

Тренутна криза у евро зони убрзала је процес ојачања EU – проширила је институције као и фискалну кооперацију, што је неопходно за обезбеђивање стабилности и успеха EMU и коначног одрживог развоја кроз време које долази.

Теорија Оптималних валутних подручја ће у великој мери допринети за сваку земљу евро зоне. За неколико година ће имати боље оцене него данас под разним OVP критеријумима. Делујући на основу тих критеријума свака земља може постати флексибилнија, прилагодљивија на економске шокове, отворена и са усклађеним економским циклусом са партнерским земљама и бити више диверзификована од држава у SAD. Данас, земље евро зоне изложене притиску, морају да оживе своје производне секторе, да уведу иновације и изборе се са високом незапослености младих. Опет, велика разлика у односу на SAD је да EU нема федерални буџет, са којим може да значајније, брже и одлучније, делује на економске шокове.²²⁸

По питању фискалног одговора EU, 2010. године је оформљен Европски фонд за финансијску стабилност - European Financial Stability Facility (EFSF), од стране 27 држава EU, са мандатом да обезбеди финансијску помоћ земљама чланицама са фондом од 440

²²⁷ Drudi F., Durréand A. i Mongelli F. P. (2012) THE INTERPLAY OF ECONOMIC REFORMS AND MONETARY POLICY THE CASE OF THE EURO AREA. WORKING PAPER SERIES NO 1467(2012). Frankfurt am Main, Germany. European Central Bank. 19.

²²⁸ Mongelli FP (2013) op.cit. 8.

милијарди Евра. Њено посвећено финансирање је касније повећано на износ око 1 трилиона Евра. По питању монетарне политике, ЕЦБ је имплементирао серију нестандартних мера монетарне политике. ЕЦБ је 2010, институционализовао Програм секјуритизације тржишта где је почела операције на отвореном тржишту купујући државне и приватне дужничке хартије од вредности на секундарним тржиштима, достигнувши вредност од 220 милијарди почетком 2012. године, а паралелно апсорбујући исту количину готовог новца да би спречила раст инфлације.²²⁹ ЕЦБ је проширила обим средстава на 489 милијарди Евра, у 2013. години, које је пласирала кроз зајмове ка више од пет стотина европских банака са фиксном каматном стопом од 1%. Ово је пратила у 2012. години друга по реду дугорочна операција рефинансирања, пласирајући додатних 530 милијарди у банкарски сектор. Промењен је и оквир обезбеђења-колелтерала, прихватајући шири опсег секјуритизованих зајмова за мала и средња предузећа. Да ове све интервенције не би биле кратког даха, 2012. године је ЕЦБ најавила свеобухватне трансакције на секундарном тржишту државних обвезница (ОМТ) са циљем очувања одговарајуће монетарне политике. Такође, мора се испунити сет услова, који у великој мери зависе од државе које траже помоћ и њиховог договора са ЕЦБ. Претходно је ЕЦБ укинуо ограничења на количину државних обвезница које би могле бити купљене. У циљу неутрализације потенцијалног утицаја на новчану масу, све куповине државних обвезница ће се уравнотежити продајом осталих финансијских инструмената у истом износу. Овакав тип програма ће бити у функцији све док земља корисница програма не успостави нормалан приступ тржишту и да може неометано да се финансира на тржишту обвезница. Иако све до краја 2013. године преко овог програма није купљена ниједна обвезница, финансијска тржишта су одмах реаговала у смислу смањења вредности краткорочних и дугорочних каматних стопа које су претходно имале више каматне стопе и на тај начин вратиле капитал у земље изложене стресу.

5.4.2 Стратегије изласка из кризе

Решавање кризе еврозоне и светске економске кризе је углавном билоа трка за брзим променама у економским дешавањима и без јасног и одсечног деловања. На многим самитима организованим по том питању су усвојене мере и правци деловања који су се често показали као неадекватни и у неким случајевима чак и погоршавали симптоме кризе. У

²²⁹ Eser F. i Schwaab B. (2013) Assessing asset purchases within the ECBs Securities markets programme. Working paper. 1587. ECB. Frankfurt.1.

земљама јужне Европе, ескалација симптома је посебно драматична, где постоји високи степен незапослености младих, економску рецесију и све већи проценат становништва који сумња у европске институције, а негде је чак и отворено против њих.

Европа се налази на прекретници, пред својим највећим изазовом за опстанак. Налази се у системској кризи и покушава политичким потезима да омогући будућност ЕМУ, унапреди процес ЕУ интеграција и положај ЕУ у свету. Фондација Фридриха Еберта је идентификовала 4 главна сценарија.

По речима људи из ове фондације, у изради ових сценарија су учествовали стручњаци из 15 градова ЕУ, а пре свега су користили главне покретачке снаге будућег развоја ЕМУ и дали пројекцију како ће ЕУ изгледати 2020.²³⁰

По првом сценарију то би било по речима експерата “бесциљно руковођење кроз кризу”. Ово генерално представља неодржив сценарио и представљао би својеврстан сценарио који се везује за економска дешавања у Јапану и у том смислу би ова опција трајала. Главна карактеристика овог сценарија би била премало и прекасно. Ово би значило веома дуг период стагнације, дефлације и веома високе задужености. Већини јужноевропских земаља још увек је потребан пакет мера за спасавање а Европска Централна Банка и даље купује њихове јавне обвезнице јер су трошкови позајмљивања за њих још увек сувише високи. Ресурси Европског Механизма Стабилности још увек су неадекватни и на тај начин још увек постоји могућност грешке власти.

ЕМУ остаје некомплетна, неспособна да обезбеди раст и запошљавање и транзицију на нови модел раста који је „паметнији“ и инклузивнији. Глобално посматрано Европа слабије превазилази кризу, док САД и остале велике силе, као што је Кина, успевају да превазиђу и савладају кризу. Сматра се да је то само пролазна фаза која може довести до неког другог сценарија. Овај сценарио може бити повод за велике социјалне немире у државама са југа услед мера штедње које ће узроковати распад евро зоне али дати довољан моментум за комплетирање фискалне уније у оквиру ЕМУ.

Други сценарио који је презентован би представљао распад ЕУ. Он би могао да се догоди на два начина: прво “Југословенски синдром” подразумевајући жестоко насилно

²³⁰ Dirksen U. et.al. (2013) Future Scenarios for the Eurozone. 15 Perspectives on the Euro Crisis. SCENARIO TEAM EUROZONE 2020. *International policy analysis*. Friedrich-Ebert-Stiftung. Berlin. 4,5.

раздвајање и вакуум у одлучивању, са догађајима који узимају свој сопствени курс. Ово би, у том случају, био најгори могући сценарио. Друга слика распада била би мирним путем, као што је то био распад Совјетског Савеза где је препознато да би цена одржавања Совјетског Савеза била много виша – и вероватно немогућа – у односу на ону да се допусти да се распадне, а да се само језгро држи нетакнуто. Једна варијација сценарија распада је и „*Mezzogiorno* синдром“, а то је текућа регионална уместо национална диференцијација.

У овом сценарију, на првом месту, неће бити нације или државе које се одвајају од ЕМУ већ богати региони у оквиру националних држава које би се придружили језгровитим интеграцијама (на пример Каталонија и Северна Италија).

Трећи сценарио би био “језгро” Европа. У овом сценарију би економска и монетарна унија биле комплетирани са још једном мањом језгровитом групом састављеном од држава чланица у оквиру новог потпуно иновативног споразума изван осталих споразума у ЕУ и ова група искључује чланове који нису у Евро зони па чак и неке чланове Евро зоне. Европа би функционисала у два нивоа. ЕУ још увек постоји али је углавном ограничена и смањена на зону слободне трговине која чак може да прихвати и нове чланове који се противе политичкој интеграцији, попут Турске. “Језгро” Европа ће имплементирати фискалну унију и кренуће ка стварној политичкој унији, док неке чланице ЕУ на периферији, ће далеко заостајати за овим развојем.

У оквиру ове групе примењен је ревидирани Пакт о стабилности и развоју, који иде ка редовном смањивању јавног дуга и структурних јавних дефицита. Фискална консолидација остаје тешка за извршење у земљама изван језгровите групе зато што је њихов раст и сувише низак. Дугорочна одрживост система добробити и благостању ојачана је у језгровитој групи али је ослабљена изван ње. У језгровитој групи (централној) буџетски процес је развијен на такав начин да постоји скоро потпуна координација националних буџета и боља повезаност са буџетом заједнице. Изван језгровите групе не постоје фундаменталне промене у процесу одређивања буџета. Буџет ЕУ остаје исте величине и обима и има недовољно адекватне ресурсе. Европска Комисија остаје ограничена слабом финансијском политиком и политичким инструментима за спречавање и решавање проблема. Државе чланице на периферији склоне су мерама протекционизма, док су државе из језгра суочене са растућим притиском у смислу конкурентности због њихових високих друштвених стандарда. Ово доводи до повећаног непријатељства против европског популизма унутар и изван језгра. Али провладава нада да на дуже стазе ова група може послужити као локомотива која вуче напред оне нације које су у кризи и помаже им у решавању проблема.

Земље чланице већ заробљене у рецесији и стагнацији, са високим степеном незапослености и повећаном емиграцијом, као и миграцијама, узрокују појаву анти-европских, десничарских и популистичких партија.

По ауторима, ово је веома вероватан сценарио али он носи велике ризике, посебно у смислу својих потенцијалних недемократских особина. Ово ће се посебно рефлектовати на периферне државе.

Локација за оне који теже таквом сценарију биће да прате метод заједнице и да покушају да се укључе у Европски Парламент што је пре могуће. Са друге стране, Језгро Европе биће одбачено, не зато што није реалистична опција већ зато што би била бирократска, недемократска, и без могућности и опција Лисабонског договора. Овај пут би такође водио ка стварању Европе из два нивоа.

Четврти сценарио би био онај који би заокружио процес економске интеграције ЕУ, а то би било комплетирање фискалне уније. Овај сценарио је најпожељнији за већину учесника, а такође најтежи за остваривање. Евро је постао референтна валута која привлачи финансијске ресурсе из целог света. На путу до политичке уније или заједнице, појављује се концепт "Европе у две брзине", а у том концепту Евро зона као претходница држава истражује постојање ближих интеграција.

Код овог сценарија се морају узети у обзир опадајући ниво прихватања даљих Европских интеграција међу Европским грађанима уопште, и да то користе као оправдање и наставак постизања резултата кроз неуспехе.

Кад не би био могућ велики интеграциони скок код свих држава чланица, интеграција различитим брзинама или Европске интеграције у две брзине била би алтернатива којој би се сви радовали и прижељкивали је. Овде, француски израз "концентрични кругови" може бити од велике помоћи јер омогућава диференцирану конструкцију Европе са групом предводницом која тежи да комплетира фискалну и политичку унију. Државе које нису чланице Евро зоне, бивају охрабрене и потпомогнуте од предводничке групе да задовоље предуслове за интеграцију, што превазилази критеријуме из Мастрихта. Како ће се ствари даље одвијати остаје на Европским лидерима. Представљени сценарији дају путоказе

потребне за усвајање политике деловања, тј. какве варијанте ЕУ су могуће а које би требало избећи.²³¹

²³¹ Dirksen U. et.al. (2013) op.cit. 10,11.

ЗАКЉУЧАК

Рад представља синтезу теоријских основа везаних за појам економских интеграција, до конкретних примера, пре свега мислећи на интеграције на подручју Европе. Дат је одговор на постављену основну и две помоћне хипотезе, кроз теорију и емпирију.

Показатељ и отелотворење успешности интеграција у Европи исказан је кроз увођење евра. Са тим у вези и криза евра представља сублимирани – синтетички израз недовршености процеса интеграције и кризе еврозоне.

Промене на глобалном нивоу никад нису биле тако суштинске, непредвидиве и брзе, као резултат процеса регионализације и глобализације. Анализа процеса интеграције дата у II глави даје теоријску основу која потврђује **I посебну хипотезу**. Такође, ова анализа даје теоријску основу за **потврду основне хипотезе**. Треба напоменути и истаћи процес регионализације, чија је анализа вршена са статичког и динамичког становишта и исказан је њен однос ка процесу глобализације.

Први значајан корак у европским интеграцијама након II светског рата је представљала ЕРУ. Треба напоменути да су у анализи у III глави обрађени и Вернеров план, Делоров извештај, „змија у тунелу“, EMS, ERM I и ERM II, као значајне инстанце у процесу развоја европског финансијског тржишта и процеса интеграције.

Од највеће важности у процесу развоја ЕУ представља јединствена валута евро, јер јединствено тржиште не може да искористити свој целокупни потенцијал без једне јединствене валуте. Јединствена валута може обезбедити већу транспарентност трошкова за клијенте и инвеститоре, може елиминисати ризике девизног курса, смањити трансакционе трошкове и, као резултат, значајно повећати економску добробит у Заједници. Историја показује да је глобални контекст кључан за објашњење европског интеграционог процеса, а посебно за стварање ЕМУ. Овим се даје **потврда основној хипотези и посебним хипотезама**, јер кроз фактографију су објашњени и разлози пропадања извесних идеја и настанка евра, као и тренутне ситуације у којој се налази ЕУ и ЕМУ.

Теорија OVP, или бар њене смернице, актуелизују се са светском финансијском кризом из 2008. године, која је истакла неколико недостатака ЕМУ, попут осетљивости на асиметричне шокове и немогућности јасног деловања. Анализу једне валутне области је најбоље вршити путем критеријума теорије OVP.

Анализа критеријума теорије OVP се врши у глави II и у потпуности потврђује **II посебну хипотезу**, која каже да, што је већа диспропорција у развијености чланица EU, то је извеснија могућност кризе у EU зони. Датом анализом критеријума теорије OVP се долази до доказа о већој интегрисаности тржишта што нам делимично потврђује **I посебну хипотезу**, а анализа потврђује и већу специјализацију земаља чланица EMU, која је повећала осетљивост на асиметричне шокове.

Идеја је била да ће заједничка валута стимулисати кретање капитала и радне снаге и тако повећати степен економског интегрисања.

Као закључак се намеће да је требало сачекати са увођењем евра док се не испуне критеријуми OVP, из разлога спречавања повећања економског јаза међу чланицама. Језгро EMU има много боље перформансе од периферије и са наставком процеса доћи ће и до продубљивања те разлике. Али је политичка воља стављена испред испуњености услова. Актуелни догађаји везани за ове разлике међу државама чланицама EMU **потврђују тврдњу II посебне хипотезе** о извесности кризе, што се може видети у V поглављу.

Један од циљева овог рада представља и адекватна процена равнотежног реалног девизног курса као показатеља међународне конкурентности привреде EU. Анализа је рађена за период од 2004. године до 2014. године. За потребе анализе је коришћено осам независних варијабли од којих су две биле сигнификантне – нето страна актива и отвореност економије. Установљено је да је кретање реалног девизног курса највише позитивно корелисано са показатељом отворености економије. Применом модела BEER добијено је кретање оригиналне и оцењене серије реалног девизног курса евра према америчком долару и утврђено је одступање реалног девизног курса у односу на његов равнотежни ниво.

Анализа кретања реалног девизног курса коју је спровео ЕСВ потврђује резултате добијене BEER моделом из IV главе.

Ови модели су тражени у процесу усвајања евра, пре стварања ERM II ова анализа није битна само за земље које желе да уђу у неку монетарну унију већ и за примере попут овог модела – анализи RER између EU и SAD. Модел попут овог може да се употреби за анализу ранијих економских дешавања, као и за давања прогнозе за будућа. Такође, овај модел и њему слични могу послужити за неопходне процене у склопу припрема и анализа за успостављање неке нове валутне области.

Тренутна криза у еврозони убрзала је процес ојачања ЕУ – проширила је институције, као и фискалну кооперацију, што је неопходно за обезбеђивање стабилности и успеха ЕМУ и коначног одрживог развоја кроз време које долази.

Делујући на основу критеријума теорије ОVP, свака земља евро зоне може постати флексибилнија, прилагодљивија на економске шокове, отворена и са усклађеним економским циклусом са партнерским земљама и бити више диверзификована. ЕУ нема федерални буџет, попут САД, са којим може да значајније, брже и одлучније делује на економске шокове.

По питању перспективе евра, неиспуњење циљева постављених са увођењем заједничке валуте може да створи плодно тле за јачање национализма и одбацивање вредности заједништва које промовише ЕУ. Са повећањем учешћа евра у светским токовима и осталих валута, попут јуана, свет се креће ка мултиполарном валутном систему.

Политички разлог за увођење јединствене валуте је од изузетне важности, јер је то знак да је интеграција постала неповратна. Без обзира на то што ЕМУ не испуњава услове постављене теоријом ОVP, нити има довољну покретљивост радне снаге, одсуство наднационалног фискалног система, иза стварања ЕМУ, поред економских разлога, стоје и дугорочни политички разлози. Тако да ће за опстанак и успех ЕУ бити од кључне важности развој политичке уније.

Имајући у виду предмет и циљ дисертације, постављене су основна хипотеза и две посебне хипотезе, као и утврђивање адекватне процене равнотежног реалног девизног курса; применом одговарајућих метода дошло се до потврде кроз саму структуру и садржај рада.

Основна хипотеза: Што је већи економски раст, стабилнији развој европског финансијског тржишта, као и ефикасније функционисање што више централизованих фискалних политика, тада ће бити и извесније да евро опстане, одржи се и да постане водећа међународна валута.

Евро испуњава неколико услова од којих зависи статус светске валуте. Услови које евро испуњава су обим привреде и положај који заузима у светској трговини, непостојање девизне контроле, независност домаће валуте од спољних ограничења, ширина и ликвидност тржишта капитала и стабилност и снага спољних рачуна привреде. Историјски гледано,

постоји јасна корелација између обима привреде и статуса њене валуте. Временом би евро требало да стекне приближно исту улогу као и долар у светским економским токовима, а у догледно време долар ће ипак остати водећа валута.

Један од циљева је представљање позитивних појава током досадашњег функционисања евра, а то представља снижење трансакционих трошкова, виша ефикасност због интеграције тржишта и уравнотежење цена на ширем валутном подручју, увећавање извесности у погледу услова пословања. Тржиште више цени стабилност него раст, те је од великог значаја завршетак процеса интеграције у ЕУ.

Фактори који утичу на проширење улоге евра у међународним девизним резервама су економске и политичке природе. На прве утиче првенствено ЕСВ са својим активностима, као и државе чланице са вођењем одговорних фискалних политика, а на друге ЕУ са својим органима управљања и деловања. ЕСВ је предузела бројне стандардне и нестандардне политике деловања које су довеле до комфорније позиције монетарне политике.

Емисија међународне валуте може створити додатне одговорности и изазове које би глобална финансијска криза учинила још очигледнијим. ЕСВ заузима неутрални став у вези са међународном улогом евра, а то је феномен заснован на тржишту. Треба нагласити да ЕСВ, обезбеђујући цену и финансијску стабилност у еврозони, као и финансијску интеграцију у еврозони, индиректно доприноси побољшању међународне улоге евра. Свој максимум евро је достигао маја 2014. године, након чега је посебно видљиво било обезвређивање евра у односу на амерички долар.

У прилог томе, урађена је адекватна процена равнотежног реалног девизног курса као показатеља међународне конкурентности привреде ЕУ у IV глави.

У овом окружењу, које карактеришу ниске и опадајуће каматне стопе у еврозони, евро се све више користи од стране међународних поверилаца. Евро обвезнице су постале атрактивне захваљујући релативно ниским распоном каматних стопа и упркос вишем трошку замене евра у доларе.

Удео евра у страним депозитима у региону је у извесној мери порастао, што имплицира да је наставио да фигурира као сигуран чувар вредности (*safe store of value*). Удео евра у фактурисању и као валута за поравнање у трговини за подручје ван еврозоне остао је стабилан и у трговини добрима и услугама.

Најбољи и најпрецизнији увид у стање девизних резерви се може установити на основу базе података - COFER. Тај преглед је презентован у V глави и представља актуелно стање и позиције светских валута евра и америчког долара.

Одржавање статуса евра као светске валуте и могућност да постане водећа светска валута зависи од успешности даљих процеса интеграције у EU, као и од будућих геоекономских и геополитичких дешавања.

Изражена је јака потреба да се јача економска унија да би се гарантовала одрживост монетарне уније еврозоне, као одговор на светску економску кризу, која се драстично одразила на понашање и имплементацију монетарне политике, а институционална усклађивања направљена на нивоу EU представљају неопходност независно од финансијске кризе. Криза је натерала све велике централне банке да употребе целокупан опсег мера своје монетарне политике, да употребе сва оруђа и инструменте и да их прошире за време различитих фаза. Централне банке су такође ојачале своју комуникацију да би јавности објасниле циљ понекад веома важних политичких мера без преседана.

Криза еврозоне представља катализатор за промене, који је покренуо разна размишљања и сценарија редефинисања тренутног стања ствари у EU. Две димензије, које су најкарактеристичније за ову кризу су мане у управљању еврозоном и друга смањење поверења у поузданост саме еврозоне.

Потврђује се констатација многих аутора (*Mundell, McKinnon...*) да ће EMU бити стално угрожена све док државе чланице имају широка овлашћења по питању финансирања сопствених расхода. Управо су ова фискална анархија и непостојање централне фискалне институције угрозили опстанак EMU.

Јединствено тржиште је неодрживо без јединствене валуте, услед елиминације колебања девизног курса које угрожава трговинске токове. Услед недостатка заједничке фискалне политике и монетарне политике EMU која је у ингеренцији ЕСВ, националне владе су немоћне пред цикличним поремећајима у економији, због немогућности прилагођавања девизног курса и због стриктног ограничења јавног дуга и буџетског дефицита.

Државе чланице EMU су остале без могућности промене девизног курса као инструмента прилагођавања, а терет прилагођавања се мора негде превалити. У овом случају то је тржиште рада. Пошто је то тржиште рада круто у EMU, неизбежно је да дође до кризе привреде. ЕСВ спроводи чврсту монетарну политику, са снижавањем буџетских дефицита

стварају дефлациони притисак. Пошто је степен незапослености већ висок, то значи да монетарна страна интеграције долази у сукоб са економском. Чланице ЕМУ су нашле решење у одступању од критеријума конвергенције, кроз повећање буџетског дефицита и јавног дуга изнад дозвољених граница, што се и квантитативно може сагледати у анализи критеријума OVP.

У моменту настанка кризе евро зоне из 2010., постојао је, а и даље постоји, значајан систематски ризик да развој ситуације по питању трговине на тржишту државних обвезница у државама еврозоне највише погођеним кризом може да изазове спиралу велике неликвидности за целу еврозону.

Неизвесност у погледу стабилности евра је резултат спорог раста привреде еврозоне и недовољност усаглашавања економских чланица ЕУ и ЕМУ. Девизни курс више не представља инструмент прилагођавања унутар ЕУ. Висок порески терет и високи социјални трансфери представљају најозбиљније фискалне проблеме.

Као један од постављених циљева представља процена перспективе евра. Развој и раст међу најјачим валутама показује разлике у путевима економског опоравка међу водећим светским економијама и одступања у циклусима монетарне политике. Федералне резерве су предузеле кораке који су сигнализирани њихову интенцију да трасирају пут ка нормализацији сопствене монетарне политике, што се и десило са подизањем референтне каматне стопе, што представља још један од извора глобалне несигурности за еврозону. Још један од извора глобалних несигурности и неизвесности односи се на ниво успоравања раста у Кини, што ће неминовно довести до повећања финансијског стреса и пада економске активности. Неки кораци су покренути у циљу побољшања фискалне и економске интеграције, али су разлике међу чланицама и даље велике. Да би ЕУ била попут САД, мораће да се направи флексибилно тржиште рада, да се изврши реформа фискалног система и настави продубљивање политичке уније.

И поред логике везивања локалне валуте за евро по фиксном режиму и чланства у еврозони, а на основу актуелних светских политичких дешавања, питање националне безбедности, као и одлуке стратешко-политичке природе које су у корелацији са европском геополитиком се сада значајније узимају у обзир.

Са обзиром на опширност поставке основне хипотезе, у овом раду је покушано да се сагледа што већи број аспеката (теоријских и емпиријских) који објашњавају основну

хипотезу и помоћне циљеве, будући да је анализирани аспекти не могу самостално објаснити. **На основу свега претходно изнетог основна хипотеза се сматра потврђеном.**

Прва посебна хипотеза: Што је већи степен институционалне заокружености процеса државне интеграције (вођење јединствене спољне и унутрашње политике), то је већа стабилност евра

Код процеса државне интеграције само чланство, односно став да се иде ка циљу чланства у некој REI битан је у односу на став да се не буде у оквиру једне такве интеграције, јер чланство поред добробити за једну земљу чланицу може у случају економских и политичких криза имати и негативне аспекте. Један од предуслова је и постојање интензивне интрарегионалне трговине, као у оквиру EU, јер у неким регионима у случају земаља у развоју управо недостатак те трговине ће онемогућити стварање једне REI.

Динамички добици су веома битни у модерном приступу анализи REI. Они представљају резултат који се јавља услед увећања тржишта и укидања нецаринских баријера у њему.

EU представља прави пример дубоке регионалне интеграције и постепеног процеса економских интеграција, од најнижег ка највишем степену. Међутим, сваки други регион у свету има своје посебности и није могуће водити се путем којим је ишла EU.

Један од циљева овог рада је био и оцена перспективе евра. Одговори на овај циљ се могу наћи у глави II, где је исказано да је поред наставка изградње институција EU неопходно наставити и са процесом политичке интеграције у EU.

А, да би се ишло даље у економским интеграцијама и квалитативно бољем процесу глобализације, неопходно је стварање политичке заједнице која је далеко амбициознија од било чега што данас постоји. Са тим у вези EU треба ићи процесом не максималне, него паметне или оптималне интеграције.

Криза еврозоне је постала катализатор за јачање управљања EMU-ом, која је открила неколико слабих тачака у политичкој економији EMU, као што је неспособност да се умање прекомерне макроекономске и финансијске неуравнотежености унутар еврозоне или да се оне ублаже преко употребе разноврсног оруђа економске политике. Један од показатеља процеса интеграције у EU је EUR II – друга генерације Европског индекса институционалне

интеграције, који је мотивисан глобалном финансијском кризом и кризом државних дугова у евро зони

Институционални оквир који је утврђен у „Извештају четири председника“ даје значајан допринос томе да једна валута егзистира са неопходним степеном инкорпорираности у једном јединственом тржишту у сврси обезбеђења економске и финансијске стабилности одрживог раста у будућем периоду.

По питању институционалне заокружености ЕУ, поставља се питање и институционалне заштите евра. Недовршеност заштите евра од стране ЕЦБ и ЕУ је у томе што иза јединствене валуте не стоји јединствена монетарна власт и имамо одсуство јединствене фискалне институције. Тако да ово представља кључну слабу тачку ЕМУ, односно и саме ЕУ. Због правне недовршености ЕМУ не може да обезбеди поштовање критеријума конвергенције, што је услов за чување постојаности куповне моћи евра. ЕУ је, а самим тим и ЕМУ, више од међународне организације, а мање од државе, и то је разлог што евро нема одговарајућу заштиту. Без обзира на то што постоје недостаци у конструкцији ЕУ, ово подручје геополитички и геоекономски представља „оптимално“ подручје.

Перспектива евра на средњи рок је та да ће се све више уплитати и политички аспект, поред присутног економског аспекта у смислу недостатка јединствене фискалне управе. Низак економски раст у ЕУ ће у наредном периоду постављати све веће политичке изазове. Све је више присутно јачање уских националних интереса и протекционизма, што угрожава за реализацију европске идеје на средњи рок. Еврозона као таква представља изазовно инвестиционо окружење, где ће се геополитичко и политичко окружење више ценити него финансијско у наредном периоду.

Увођење заједничке валуте евра део је целокупног пакета процеса европске интеграције, где јединствена валута има добро дефинисану политичку димензију. Утврђено је да постоје разлике између *de jure* (правне) и *de facto* (стварне) интеграције. Добро вођена унутрашња политика и стварање функционалне ЕУ предуслов је за вођење успешне спољне политике, а самим тим и стабилност евра. **На основу изнетог прва посебна хипотеза се сматра потврђеном.**

Друга посебна хипотеза: Што је већа диспропорција у развијености земаља чланица ЕУ, то је извеснија могућност кризе у ЕУ зони

Као један од постављених циљева овог рада су позитивне и негативне појаве током досадашњег функционисања евра. Ове појаве се могу квантификовати и изразити кроз критеријуме теорије OVP, на основу којих се може и квантификовати и оценити степен развијености земаља чланица EU, а тиме и диспропорција у развијености међу њима.

Позитивна страна интеграције представља повећање степена посматраних критеријума попут специјализације, покретљивости радне снаге и капитала и других. Анализирани критеријуми показују неуравнотеженост међу земљама чланицама EMU, односно у неким случајевима и велике диспропорције, што представља негативну појаву и угрожава систем функционисања EMU, а самим тим и стабилност евра.

Постоје докази да су национална финансијска тржишта више интегрисана као резултат увођења евра. То је исто резултирало и већом специјализацијом, која је повећала осетљивост на асиметричне шокове. Покретљивост радне снаге која би ублажила ове шокове није на довољно утицајном нивоу, као и не постојање централне фискалне институције која би благовремено вршила трансферна плаћања у потребном обиму.

Да би заједничка валута евро била успешна и самим тим била избегнута могућност кризе у еврозони, постављају се два услова. Први услов би био економски који претпоставља да заједничка валута има смисла само у случају приближавања степена привредне активности. А, други услов, би био правне природе, и представља способност EMU да брани куповну моћ евра. За једно валутно подручје, попут EMU, јако је битан степен покретљивости чинилаца производње, а у оквиру њега покретљивост физичког капитала и радне снаге. Висок степен покретљивост чинилаца производње оправдава увођење заједничке валуте и представља алтернативно средство економског прилагођавања и врши улогу коју нормално врши девизни курс. У случају EMU имамо висок степен покретљивости капитала, али врло ниску покретљивости радне снаге, што се може видети и из анализе OVP из II главе.

Неуравнотеженост раста еврозоне је делом настала и из разлога што пре кризе није постојала једнака и равномерна активност надзора У том смислу, нови надзорни оквир је донет за EU као целину да би се информације размењивале и да би се постигла најбоља пракса, да би се побољшала сарадња и утврдили извори системских финансијских ризика у раној фази, и тиме избегнуто стварање услова за појаву кризе.

Европа још увек није постигла ниво институционалног јединства који постоји у Сједињеним Америчким Државама, па је стога главни проблем евра преношење поставке монетарног система на географски простор, који не представља јединствен економски и политички простор. Земље ЕУ су изложене разним притисцима услед диспропорција у развијености, односно различитих структура друштвених производа, извоза на различита тржишта и зависности од увоза енергената, поред ниске покретљивости радне снаге и високог степена незапослености

Као закључак који проистиче из теорије OVP истиче се да је можда требало сачекати са увођењем евра до испуњења OVP критеријума из разлога продубљивања јаза између центра и периферије EMU. Међутим, политика и геополитички интереси су стављени испред свих услова. **На основу изнетог, друга посебна хипотеза се сматра потврђеном.**

Научни допринос овога рада дат је кроз теоријску и емпиријску анализу позитивних и негативних искустава функционисања досадашњег нивоа остварене монетарне уније. Ове анализе су од великог значаја за економску теорију и праксу будући да су у пракси до сада само западноевропске интеграције оствариле и монетарну унију.

Како је тема економских интеграција актуелна, искуства у функционисању евра и EMU су од непроцењивог значаја за науку и праксу будућих економских интеграција.

На основу овог рада и добијених економетријских оцена могу се вршити компаративне анализе оптималних решења монетарне политике једне самосталне државе, федерације или наднационалне организације, попут ЕУ или неке нове у будућности, као и полазна основа за креирање нових валута и лакше дефинисање односа у свету са више светских заменских валута.

Аутор ће у свом будућем научно – истраживачком раду тежити за обједињавањем презентоване научне грађе у циљу представљања постојећих теоријских оквира, довршених и недовршених, са аспекта савремених економских трендова.

ЛИСТА СЛИКА И ТАБЕЛА

Слика 1. Ток интеграција

Слика 2. RTS/REI које су регистровали GATT/STO (1949–2012) на основу године ступања на снагу

Слика 3. Стопа незапослености у EU (у % укупне радне снаге)

Слика 4. Продуктивност радне снаге у EU

Слика 5: Цена радне снаге (% промена у односу на претходну годину) у EU

Слика 6. Развој цене радне снаге у зони евра

Слика 7. Принос на реперне државне 10-годишње обвезнице еврозоне

Слика 8. Платни биланс еврозоне (као % BDP еврозоне)

Слика 9. EU интратрговина (у % од BDP) – кумулативно

Слика 10. EU интратрговина (у % од BDP) – по земљама

Слика 11. Кругманов индекс специјализације

Слика 12. Стопа инфлација – НИСР индекс еврозоне

Слика 13. Државни дефицит/суфицит еврозоне (у % BDP)

Слика 14. Државни дуг еврозоне у % од BDP

Слика 15. Оптимална производња и потрошња

Слика 16. Равнотежни реални девизни курс

Слика 17. Равнотежни реални девизни курс

Слика 18. Кретање номиналног и реалног курса евра према долару

Слика 19. Кретање оригиналне и оцењене серије реалног девизног курса евра према америчком долару

Слика 20. Филтер серије реалног девизног курса

Слика 21. Оригинална серија девизног курса

Слика 22. Прилагођен график европског индекса регионалне институционалне интеграције са процентом испуњености сваке EUR II

Слика 23. Прилагођен график поређења валута

Слика 24. Реални девизни курс USD/EUR са UIP показатељем

Слика 25. Заједничко тројство

Табела 1. Стара и нова регионализација

Табела 2. Листа скраћеница

Табела 3. Дескриптивна статистика

Табела 4. Корелациона матрица

Табела 5. Тест јединичног корена

Табела 6. Резултат економетријске анализе

Табела 7. Међународне девизне резерве - COFER

СКРАЋЕНИЦЕ

Европска унија	EU
Сједињене Америчке Државе	SAD
Европска монетарна унија	EMU
Европска централна банка	ECB
Регионалне економске интеграције	REI
Уједињене нације	UN
Општи споразум о царинама и трговини производима	GATT
Међународни монетарни односи	MMO
Бихевиористички равнотежни реални девизни курс	BEER
Оптимална валутна подручја	OVP
Европска платна унија	EPU
Консултативна група за девизне курсеве	CGER
<i>Autoregressive Distributive Lagged</i>	ARDL
<i>Ordinary Least Squares</i>	OLS
Светска трговинска организација	STO
Бруто друштвени производ	BDP
Азијско-пацифички форум за економску сарадњу	APEC
Асоцијација југоисточних азијских нација	ASEAN
Северноамерички уговор о слободној трговини	NAFTA
Заједничко тржиште југа	MERCOSUR

Економска заједница западноафричких држава	ECOWAC
Централноевропска зона слободне трговине	CEFTA
Економске интеграције	EI
<i>Hecksner-Ohlin</i> модел	H-O
Преференцијални трговински споразуми	PTS
Директне стране инвестиције	FDI
Царинска унија	CU
Зона слободне трговине	ZST
Светска банка	SB
Општи споразум о царинама и трговини услугама	GATS
Регионални трговински споразуми	RTS
Комитет за регионалне трговинске споразуме	CRTA
Европска економска заједница	EEZ
Exchange Rate Mechanism	ERM
Мултилатерални трговински ситем	MTS
Европски монетарни систем	EMS
РReal effective exchange rate индекса	REER
Хармонизовани индекс потрошачких цена	HICP
Паритета куповних моћи	PPP
Европски финансијски стабилизациони механизам	EFMS
Европски стабилизациони механизам	ESM
Јединствен механизам за супервизију	SSM

Европска заједница за челик и угаљ	ECSC
Организација за европску економску сарадњу	OECC
Европска инвестициона банка	EIB
Јединствени европски акт	JEА
Европски систем централних банака	ESCB
Организација за европску економску	OEEC
Европска валутна јединица	ECU
Европски монетарни институт	EMI
Номинални девизни курс	NER
Реални девизни курс	RER
Примарни текући рачун	PTR
Граница производних могућности	GPM
Саветодавна група за питања девизних курсева	CGER
Девизни курс	DK
Равнотежни девизни курс	EER
Равнотежни реални девизни курс	ERER
Макроекономска равнотежа	MB
Нето инострана имовина	NFA
Спољна одрживост	ES
Hodrick–Prescott	H–P
Природни равнотежни девизни курс	NATREX
Индекс потрошачких цена	CPI

Intermediate term model based equilibrium exchange rate	ITMEER
Capital enhanced equilibrium exchange rates	CHEER
Fundamental equilibrium exchange rate	FEER
Desired equilibrium exchange rates	DEER
Atheoretical permanent equilibrium exchange rates	APEER
Permanent equilibrium exchange rates	PEER
Структурна векторска ауторегресија	SVAR
Динамичко стохастички општи равнотежни модел	DSGE
Непокривени паритет каматних стопа	UIP
Фундаменталне економске варијабле	FEV
Трговинска размена	ToT
Цена разменљивих добара у односу на неразменљива добра	TNT
Индекс произвођачких цена	PPI
Нето страна актива исказана у проценту	BND – NFA
Годишњи трговински биланс као проценат	GDP
Alan Dickey Fuller	ADF
Нето извоз	NX
Реалне инвестиције	REALINV
Диференцијал продуктивности	DPROD
Номинални курс евра према америчком долару	NOM
Диференцијал реалних каматних стопа	REAL IR D
Отвореност економије	OPENESS

Метод најмањих квадрата	OLS
Филтер серије реалног девизног курса	HPRER
Филтер серије	HP
Приручник за биланс плаћања	BPM
Европски фонд за финансијску стабилност	ESFS
Европски механизам за стабилизацију	ESM
Процедура макроекономске неравнотеже	MIP
Currency composition of Official foreign exchange reserves	COFER
Програм директних монетарних трансакција	OMT
Европски одбор за систематски ризик	ESRB
Европска супервизија банака	EBA
Европска супервизија осиг. компанија и пензијских фондова	EIOPA
Европска супервизија тржишта и HoV	ESMA
Европски одбор за системски ризик	ESRB
Европски фонд за финансијску стабилност	EFSSF

ЛИТЕРАТУРА

1. Abdul, A., Prakash, K. i Lee, J. (2009) Evaluation Historical CGER Assessments: How Well Have They Predicted Subsequent Exchange Rate Movements?. Working Paper 09/32. New York: IMF.
2. Albulescu C.T. i Goyeau D. (2010) Equilibrium exchange rate in the eurozone candidate countries: a BEER approach on a panel of data. U: International Conference on Globalization and Higher Education in Economics and Business Administration – GEBA 2010. Ur.: AIRINEI D., PINTILESCU C., ASANDULUI·M., ANDRIEŞ A. M. Romania. Lasi. GEBA.
3. Allen, R. L. (1963) Review of The Theory of Economic Integration, by Bela Balassa. U: UCP, *Economic Development and Cultural Change*. 11 (4). Chicago: The University of Chicago Press.
4. Ang, A., Longstaff, F.A. (2011) Systematic sovereign credit risk: Lessons from the US and Europe. Working Paper Series. 16982. SAD. Cambridge.NBER.
5. Babić B. (2010) Odnosi Kine i Evropske unije: geoekonomska osovina u razvoju. MP 3. Beograd. *IMPP*.
6. Babić S.B. (2011) *Kriza evropske monetarne unije – još jednom*. Naučno društvo ekonomista Srbije sa Akademijom ekonomskih nauka i Ekonomskim fakultetom u Beogradu. Beograd.
7. Balassa, B. (1961) *The Theory of Economic Integration*. Chicago: GreenwoodPress.
8. Balassa, B. (1965) *Economic Development and Integration*. Mexico: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
9. Balassa, B. (1976) Types of Economic Integration. U: Machlup, F., ur., *Economic Integration, Worldwide, Regional, Sectoral*. London: Macmillan.
10. Balassa, B. (1976) Types of Economic Integration. U: Machlup, F., ur., *Economic Integration, Worldwide, Regional, Sectoral*. London: Macmillan.

11. Baldwin R. i Wyplosz C. (2012) *The Economics of European Integration*. London: McGraw Hill.
12. Baldwin, E. i Wyplosz, C., (2006): *The Economics of European Integration*. 2. London: McGraw-Hill Education.
13. Baldwin, R. (1997) Review of Theoretical Developments on Regional Integration. U: Oyejide, A., Elbadawi, I. i Collier, P., ur. *Regional Integration and Trade Liberalization in SubSaharan Africa, Volume 1, Framework, Issues and Methodological Perspectives*. London: Macmillan Ltd.
14. Baldwin, R.E. (1994.) *Towards an Integrated Europe*. London: Centre for Economic Policy Research.
15. Bayoumi, T. i Eichengreen, B., (1997): Ever Closer to Heaven? An Optimum-currency Area Index for European Countries, *European Economic Review*, (41).
16. Bergin, P. (2008) The Concise Encyclopedia of Economics: Monetary Union. *Library of Economics and Liberty*. Dostupno na: <http://www.econlib.org/library/Enc/MonetaryUnion.html> (16. 6. 2014).
17. Bhagwati, J. (1993) Regionalism and Multilateralism: An Overview. Ur: De Melo, J., Arvind Panagariya, A., U. *New Dimensions in Regional Integration*. New York: Cambridge University Press.
18. Bhagwati, J. i Panagariya, A. (1996) The Theory of Preferential Trade Agreements: Historical Evolution and Current Trends. U: *The American Economic Review*. 86 (2). Pittsburgh: AER.
19. Bhagwati, J., Greenaway, D. i Panagariya, A. (1998) Trading Preferentially: Theory and Policy. *Economic Journal*, 108 (449).
20. Blanchard O. (2008) *Macroeconomics*. New Jersey: Prentice Hall.
21. Blanchard, O. (2007) Adjustment Within the Euro. The Difficult Case of Portugal, *Portuguese Economic Journal*, 6(1).
22. Board of Governors of the Federal Reserve System U.S. (1950) European Payments Union: A Short History. Box 49. Folder 14, Item 6. dostupno na:

https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=462845&filepath=/docs/historical/eccles/049_14_0006.pdf#scribd-open (13. 11. 2015)

23. Borio, C. (2011) Central banking post crisis: what compass for uncharted waters?. Working Papers. 353. Basel. BIS.
24. Buitier, W. (2010) Reversing unconventional monetary policy. Discussion Paper Series. 7605. London. CEPR.
25. Burda, M., Wyplosz, C. (2004) Makroekonomija: evropski udžbenik. 3. Beograd: Publikum.
26. Cassela A. i Eichengreen B. (1993) Halting Inflation in Italy and France after World War II. U: *Monetary Regimes in Transition*, Ur.: Bordo M.D. i Capie F. Cambridge. England: Cambridge University Press.
27. Catao, L.A.V. (2007) Why Real Exchange Rates? *Finance and Development*. (September).
28. Catudal, H. M. (1951) Review of The Customs Union Issue, by Jacob Viner. U: *AJIL*.45 (1). Washington: The American Journal of International Law.
29. Chou, Y.M. (1967) Economic Integration in Less Developed Countries: The Case of Small Countries. *Journal of Development Studies* 3 (4).
30. Christensen, M (2000) Uncovered Interest Parity and Policy Behaviour: New Evidence. *Economics Letters* 69. Elsevier B.V.
31. Clark, P. B. i MacDonald, R (1997) Exchange Rates and Economic Fundamentals: a Methodological Comparison of BEERs and FEERs. Working paper (98/67). IMF.
32. Clark, P.B. i MacDonald, R. (2000) Filtering the BEER a Permanent and Transitory Decomposition. *Working Paper* 00/144. Washington. IMF.
33. Cook, L., Sachs, J. (1999) Regional Public Goods in International Assistance. U: Kaul, I., Grunberg, I. i Stern, M., ur., *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century* United Nations Development Programme. New York, Oxford: Oxford University Press.
34. Crawford, J., Laird, S. (2000) Regional Trade Agreements and the WTO. *CREDIT Research Paper* 00/3. Nottingham: CREDIT, University of Nottingham.

35. De Grauwe P. (2002) Challenges for Monetary Policy in Euroland. *JCMS*. 40/4.
36. De Santis, R.A. (2012) The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, creditrating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. ECB Working Paper Series. 1419. Frankfurt. ECB.
37. Delivorias A. (2015) A History of European Monetary Integration. *Briefing (March)*. Brussels: European Parliamentary Research Service.
38. Di Giovanni, Julian (2005), "What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening", *Journal of International Economics* 65 (1).
39. Dirksen U. et.al. (2013) Future Scenarios for the Eurozone. 15 Perspectives on the Euro Crisis. SCENARIO TEAM EUROZONE 2020. *International policy analysis*. Friedrich-Ebert-Stiftung. Berlin.
40. Dorrucchi, E. , Fratzscher M. i Mongelli F.P. (2004) The Link between Institutional and Economic Integration: Insights for Latin America from the European Experience. *Open Economies Review*. 15.
41. Drudi F., Durréand A. i Mongelli F. P. (2012) THE INTERPLAY OF ECONOMIC REFORMS AND MONETARY POLICY THE CASE OF THE EURO AREA. WORKING PAPER SERIES NO 1467(2012). Frankfurt am Main, Germany. European Central Bank.
42. Durnev A., Morck R. i Yeung B (2004) Value enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Return Variation. *Journal of Finance*. 59(1).
43. Durnev A., Morck R., Yeung B. i Zarowin P. (2003) Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?. *Journal of Accounting Research*. 41(5).
44. E. Dorrucchi, D. Ioannou, F.P. Mongelli, A. Terzi (2015) The four unions "PIE" on the Monetary Union "CHERRY": a new index of European Institutional Integration. *Occasional Paper Series*. 160. Frankfurt. ECB.
45. EC (2005) Report on the Public Consultation on the Green Paper on Public Private Partnerships and Community Law on Public Contracts and Concessions. Brussels: European Commission.

Dostupno

na:

- http://ec.europa.eu/internal_market/publicprocurement/docs/ppp/ppp-report_en.pdf (20. 6. 2014)
46. EC (2012) *Annual Report 2005 on the European Community's Development Policy and the Implementation of External Assistance in 2004*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/europeaid/multimedia/publications/publications/annual-reports/2005_en.htm (1. 3. 2014).
47. EC (2012) *Annual Report 2005 on the European Community's Development Policy and the Implementation of External Assistance in 2004*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/europeaid/multimedia/publications/publications/annual-reports/2005_en.htm (1. 3. 2014).
48. EC (2012) *State of the Single Market Integration 2013*. Report from the commission to the european parliament, the council, the european central bank, the european economic and social committee, the committee of regions and the european investment bank Brussels: European Commission.
49. EC (2013) *Economic and Financial Affairs: What is ERM II?*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm (16. 6. 2014).
50. EC (2014) *THE TREATY OF ROME*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/archives/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf (1. 3. 2014)
51. EC (2014a) *Economic and Financial Affairs: European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm (22. 4. 2014)
52. EC (2014b) *Economic and Financial Affairs: Financial Assistance to Greece*. Brussels: European Commission. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm (22. 4. 2014)
53. ECB (2004) *Occasional Paper Series (19): Sectoral Specialisation in the EU – A Macroeconomic Perspective*. Frankfurt: European Central Bank.

54. ECB (2014c) *Monetary Policy, Structure of the Euro Area Economy: External Trade*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/trade/html/index.en.html> (15. 4. 2014)
55. ECB (2014d) *Banking Supervision: The Single Supervisory Mechanism*. Frankfurt: European Central Bank. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.en.html> (12. 5. 2014)
56. ECB (2015) *Implementing the new Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM5)* <https://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html>, pristupljeno (23. 8. 2015.)
57. ECB (2015) September 2015 ECB staff macroeconomic projections for the euro area. Frankfurt. ECB.
58. ECB (2015) *The International role of Euro*. Frankfurt. ECB.
59. ECB (2015) *The International role of the Euro*. ECB. Frankfurt.
60. ECB, (2014b): *Monetary and Financial Statistics: Euro Area Yield Curve*. Dostupno na: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> (12. 5. 2014)
61. Egert, B i Halpern, L (2005) Equilibrium Exchange Rates in Central and Eastern Europe, a meta-regression analysis. *William Davidson Institute Working Paper 769*. Ann Arbor.USA. University of Michigan Business School.
62. Eichengreen B. i Boltho A. (2008) The economic impact of european integration. *Discussion Paper Series*. 6820. London. Centre for Economic Policy Research.
63. Eichengreen B. i Macedo J.B. (2001) *The European Payments Union: History and Implications for the Evolution of the International Financial Architecture*. Paris: OECD Development Centre.
64. Eichengreen, B (2014) *International currencies past, present and future: two views from economic history. Working paper*. Seoul. BOK.
65. Eichengreen, B. Wyplosz, C. (1998) *The Stability Pact: More Than a Minor Nuisance?*, *Economic Policy*, 13(26).

66. Eichengreen, B. (1996) *Institutions and Economic Growth: Europe after World War II*. U: *Economic Growth in Europe Since 1945*, ur.: N.F.R.Crafts i G.Toniolo. Cambridge. England: Cambridge University Press.
67. Eijffinger, S. (2012) *Rating agencies - role and influence of their sovereign credit risk assessment in the euro area*. Directorate general for internal policies Policy department A: economic and scientific policy. Brussels .European Parliament.
68. Eser F. i Schwaab B. (2013) *Assessing asset purchases within the ECBs Securities markets programe*. Working paper. 1587. ECB. Frankfurt.
69. European Commission (2010) European Commission, Archives, European Council: Amsterdam EC 1997. Dostupno na: http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/032a0006.htm (18. 6. 2014).
70. Eurostat (2014j) *Intra-EU27 Trade, by Member State, Total Product*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tet00039&language=en> (12.5.2014)
71. Eurostat (2014k) *(General Government Deficit/Surplus)*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1> (12.5.2014)
72. Eurostat (2014k) *HICP – Inflation rate*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00118> (15. 4. 2014)
73. Eurostat, (2014b): *Real GDP Growth Rate – Volume*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115> (14. 4. 2014)
74. Eurostat, (2014c): *Harmonised Unemployment Rate by Sex*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=teilm020> (14. 4. 2014)

75. Eurostat, (2014d): *News Release, Euroindicators, November 2013: Euro Area Unemployment Rate at 12.1%*. Dostupno na: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-08012014-BP/EN/3-08012014-BP-EN.PDF (14. 4. 2014)
76. Eurostat, (2014e): *Labour Productivity Per Hour Worked*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdec310&plugin=0> (14. 4. 2014)
77. Eurostat, (2014f): *Nominal Unit Labour Cost Index (2005 = 100) – Quarterly Data*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tipslm40&plugin=0> (14. 4. 2014)
78. Eurostat, (2014g): *EMU Convergence Criterion Series – Annual Data%*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00097&plugin=0> (20. 4. 2014)
79. Eurostat, (2014h): *Real Effective Exchange Rate – 37 Trading Partners*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=0&language=en&pcode=tsdec330> (14. 4. 2014)
80. Eurostat, (2014i) *Balance of the Current Account*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00043> (19. 4. 2014)
81. Eurostat, (2014a): *GDP per capita in PPS*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00114> (14. 4. 2014)
82. Eurostat, (2014a): *GDP per capita in PPS*. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00114> (14. 4. 2014)
83. F. Drudi, A. Durréand F. P. Mongelli (2012) *The interplay of economic reforms and monetary policy the case of the euro area*. Working paper series 1467/2012 Frankfurt. ECB.

84. Foray et al. (2011) *Smart Specialization*, MTEI – Working Paper 2011-001. Lausanne : MTEI.
85. Frankel A., Rose A. K., (1998): The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *The Economic Journal*, 108(449).
86. Glick R. i Rose A. (1998) Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional. London:CEPR Discussion Paper.1947.
87. Guido C. (1981) From the European Payments Union to the European Monetary System. U: Cooper et al.
88. Hoekman B., Schiff M. (2002) Trade Policy Questions and Guidelines: Benefiting from Regional Integration. U: Hoekman, B., Mattoo A. i English, P., ur., *Development, Trade and the WTO: A Handbook*. Washington: World Bank.
89. Hoekman,B. i Schiff,M. (2002) Trade Policy Questions and Guidelines: Benefiting from Regional Integration. U: Hoekman, B., Mattoo A. i English, P., ur., *Development, Trade and the WTO: A Handbook*. Washington: World Bank.
90. Horvath, R i Komarek, L (2006) Equilibrium Exchange Rates in EU New Members: Applicable for Setting the ERM II Central Parity? *MPRA Paper* 1180. Dostupno na <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1180/> (21.12.2015.).
91. IMF (2015) Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D5A09EC4E62A4&ss=1442948906947> (11.10.2015.)
92. Inotai, A. (1991) Regional Integration Among Developing Countries, Revisited. *Policy Research and External Affairs*. Working Paper 643. Washington: World Bank.
93. Jappelli, Tullio, Marco Pagano (2008), “*Financial Market Integration under EMU*”, European Economy, Economic Papers.
94. Johnson D., Turner C. (2006) *European Business*. Routledge Taylor and Francis Group.
95. Kalotay, K. (2007) Investment Creation and Diversion in an Integrating Europe. Geneva. UNCTAD.

96. Kenen P. B. (1995) *Economic and Monetary Union in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press.
97. Kenen, P.B. (1969) The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View. U: Mundell, R.A., Swoboda, A.K., ur., *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
98. Kenny, P., (2003): The Theory of Optimum Currency Areas. U: *Student Economic Review*. 17. ur. Gray, R. Dublin: University of Dublin. Trinity College.
99. King R. i Levine R. (1993) Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*. 108 (3).
100. Komárek, L. et al. (2013). Money, Pricing and Bubbles. *SAEI*, vol. 25. Ostrava.VSB-TU Ostrava.
101. Komarek, L. i Melecky, M. (2005) The Behavioural Equilibrium Exchange Rate of the Czech Koruna.. *Working Paper 5*. Prague. Czech National Bank.
102. Krauss, M. (1972.) Recent Developments in Customs Union Theory: An Interpretive Survey. *Journal of Economic Literature* 10.
103. Krugman, P. Venables A. J. (1996) Integration, Specialization, and Adjustment, *European Economic Review*, 40.
104. Krugman, P.R. i Obstfeld, M. (2009) *International Economics. Theory and Policy*. 8. Boston: Pearson Addison-Wesley.
105. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106.
106. Lawrence, R. Z. (1997) Preferential Trading Arrangements: The Traditional and the New. U: Galal, A. i Hoekman, B., ur., *Regional Partners in Global Markets: Limits and Possibilities of the Euro-Med Agreements*. London: Center for Economic Policy Research. 23.
107. Levine R., Loayza N i Beck T. (2000) Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*. 46(1).

108. Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature* 35.
109. Limao, N. i Venables, A.J. (2001) Infrastructure, Geographical Disadvantage, Transport Costs and Trade. U: Limao, N. i Venables, A.J., ur., *World Bank Economic Review*. 15(3). Washington: WBER.
110. Lipsey, R. G. (1960) The Theory of Customs Unions: A General Survey. *The Economic Journal*. 70 (279).
111. Lipsey, R.G. (1957) The Theory of Customs Unions; Trade Diversion and Welfare. *Economica*.
112. MacDonald, R. (2007) *Exchange Rate Economics: Theories and Evidence*. New York. Routledge.
113. MacDonald, R. i Dias, P. (2007) Behavioural Equilibrium Exchange Rate Estimates and Implied Exchange Rate Adjustments for Ten Countries. *Working Paper* 12. Glasgow.University of Glasgow.
114. Machlup, F. (1976) *Economic Integration: Worldwide, Regional and Sectoral*. London: Macmillan.
115. Maier C. S. (1981) The two postwar eras and the conditions for stability in twentieth-century Western Europe. *American Historical Review*. 86(2).
116. Marinheiro, C. F. (2003) Output Smoothing in EMU and OECD: Can We Forego Government Contribution? A Risk Sharing Approach. Working Paper 1051. Munich: CESifo.
117. Martin, K. (1951) Review of the Customs Union Issue by Jacob Viner, *International Affairs* 27 (1).
118. Martin, K. (1951) Review of The Customs Union Issue by Jacob Viner, *International Affairs* 27 (1).
119. Matthes, J., (2009): *Ten Years EMU: Reality Test for the OCA Endogeneity Hypothesis, Economic Divergences and Future Challenges*. Heidelberg: Springer, *Intereconomics* (44). Dostupno na: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/66167/1/727024086.pdf>.

120. Mattli, W. (1999) *The Logic of Regional Integration*. Cambridge: Cambridge University Press.
121. Mattoo, A. i Fink, C. (2002) *Regional Agreements and Trade in Services: Policy Issues*. World Bank Policy Research Working Paper 2852. Washington: WB.
122. McCormick, J. (2010) *Razumjeti Europsku uniju*. Zagreb: Mate d.o.o.
123. McKinnon R., (2000) Mundell, the Euro and Optimum Currency Areas. *Working Paper* (00-009). Stanford: Stanford University, Department of Economics.
124. Micco et al. (2003) The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU, *Economic Policy*, 18(37).
125. Mongelli F. P. (2008) European Economic and Monetary integration and the optimum currency area theory. *Economic papers*. 302.European Commission. Brisel.
126. Mongelli FP (2013) The mutatiog euro area crisis Is the balance between “sceptics” and “advocates” shifting? *Occasional paper series*. 144. Frankfurth. ECB.
127. Mongelli, F. P., (2008): European Economy: European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory.*Economic Papers* 302. Brussels: European Commission.
128. Mundell, R., (1997): Updating the Agenda for Monetary Union, U: Frankel, J.A. et al., ur., *Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments*. Washington: IMF.
129. Mundell, R.A., (1961): A Theory of Optimum currency areas. *The American economic review*. 51(4).
130. Neal L. (2007) *The Economics of Europe and the European Union*, Cambridge: Cambridge University Press.
131. Obstfeld, M i Rogoff, K (1996) *International economics*. London. Pearson.
132. Pagan, A (2003) Report on Modelling and Forecasting at the Bank of England. *Bank of England Quarterly Bulletin* (Spring). London. Bank of England.
133. Panagariya, A. (2000) Preferential Trade Liberalization: The Traditional Theory and New Developments. *Journal of Economic Literature*. 38 (2). Sidney: JEL.

134. Panagariya, A. (2000) Preferential Trade Liberalization: The Traditional Theory and New Developments. *Journal of Economic Literature*. 38 (2). Sidney: JEL.
135. Papic M. (2015) Europe and the Euro: A Geopolitical View—An Implausible Currency but the Best Alternative to Naked Conflict? <http://www.financepractitioner.com/macroeconomic-issues-viewpoints/europe-and-the-euro-a-geopolitical-viewan-implausible-currency-but-the-best-alternative-to-naked-conflict?full> (20.10.2015)
136. Petković V. (2014) Optimalna valutna područja na slučaju Evropske Unije. *Megatrend revija*. Beograd. Megatrend univerzitet. 11(4).
137. Robson, P. (1998) *The Economics of International Integration*. New York: Routledge.
138. Rodica E. R. (2012) Conclusion. Luxemburg: CVCE. Dostupno na: http://www.cvce.eu/content/publication/2012/4/5/5e676602-8225-427e-a22d-7ad637faee28/publishable_en.pdf
139. Rodica E. R. (2012) Pierre Werner's Role in the Drafting and Adoption of the Report. Luxemburg: CVCE. Dostupno na: http://www.cvce.eu/content/publication/2014/7/9/b79ec349-da82-4ed3-8d0c-c6584fc9a9fc/publishable_en.pdf (13. 11. 2015)
140. Salines, et al. (2011) Beyond the Economics of the Euro Analysing the Institutional Evolution of EMU 1999–2010. Occasional Paper Series No 127. Frankfurt: ECB.
141. Scheller H (2004) *History, Role and Functions*. Frankfurt. European Central Bank.
142. Scheller H. (2004) History, Role and Functions, European. Frankfurt. European Central Bank.
143. Schiff, M. i Winters, A. (2002) Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration. *Policy Research Working Paper 2872*, Development Research Group. Washington: World Bank.
144. Schiff, M. i Winters, A. (2002) *Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration*. Policy Research Working Paper 2872, Development Research Group. Washington: World Bank.

145. Schiff, M. i Winters, L. A. (1998) Dynamics and Politics in Regional Integration Arrangements: An Introduction. U: Schiff, M. i Winters, L. A., ur., *The World Bank Economic Review*. 12 (2). Washington: WBER.
146. Schiff, M. i Winters, L. A. (1998) Dynamics and Politics in Regional Integration Arrangements: An Introduction. U: Schiff, M. i Winters, L. A., ur., *The World Bank Economic Review*. 12 (2). Washington: WBER.
147. Schiff, M., Winters, A. (2002) *Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration*. Policy Research Working Paper 2872, Development Research Group. Washington: World Bank.
148. Schiff, M., Winters, A. (2002) *Regional Cooperation and the Role of International Organizations and Regional Integration*. Policy Research Working Paper 2872, Development Research Group. Washington: World Bank.
149. Schiff, M., Winters, A. (2003) *Regional Integration and Development*. Washington: Oxford University Press.
150. Svetličić, M. i Singer, H.W. (1996) World Economy: Challenges of Globalization and Regionalization. U: Svetličić, M. i Singer, H.W. ur. *The World Economy: Challenges of Globalization and Regionalization*. London: Macmillan Press ltd.
151. Swann D (2000), *The Economics of the Europe*. 9. London: Penguin Economics.
152. Tavlas G. S. i Dellas H. (2009) An Optimum-currency-area Odyssey. *Journal of International Money and Finance*. Elsevier, 28(7).
153. Tavlas G. S. i Dellas, H. (2009) An Optimum-currency-area Odyssey. *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, 28(7).
154. Taylor, M P et. al. (2001) Nonlinear Mean-reversion in Real Exchange Rates: Towards a Solution to the Purchasing Power Parity Puzzles. *International Economic Review* (42).
155. Van Riet, A (2007) Monetary Policy and structural reforms in the euro area. Structural reforms and macro-economic policy. ETUC.

156. Venables, A. (1999) *Regional integration agreements: a force for convergence and divergence?*. Annual World Bank Conference on Development Economics, Paris, Working paper 2260. New York: WB.
157. Verdun A. (2002) *The Euro: European Integration Theory and Economic and Monetary Union*. USA. Lanham: Rowman & Littlefield.
158. Viener, J. (1950) *The Customs Union Issue*. New York: Carnegie Endowment for International Peace.
159. Vladimirov, I.G. (2001) Globalization of World Economy: Challenges and Implications. *Corporate Management* (3/01). Dostupno na: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-3/10shtml> (19. 5. 2014)
160. Vladimirov, I.G. (2001) Globalization of World Economy: Challenges and Implications. *Corporate Management* (3/01). Dostupno na: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-3/10shtml> (19. 5. 2014).
161. WB (2014) *Data: Exports of Goods and Services (% of GDP)*. Dostupno na: <http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS> (15. 4. 2014)
162. Werning, I., Farhi, E.(2012) *FISCAL UNIONS*. *NBER working paper series*. USA. Cambridge.NBER.
163. Westaway, P. i Driver, R. (2004) *Concepts of Equilibrium Exchange Rates. Working Paper*. 248. London. Bank of England.
164. WTO (2014) *Regional Trade Agreements*. Geneve. World Trade Organisation. Dostupno na: http://www.wto.org/english/tratop_e/region_e/region_e.htm (30. 3. 2014)
165. WTO (2014) *The General Agreement on Tariffs and Trade (GATT 1947)*. Geneve: World Trade Organisation. Dostupno na: http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/gatt47_02_e.htm#articleXXIV (30. 3. 2014)
166. WTO (2014) *The General Agreement on Tariffs and Trade (GATT 1947)*. Geneve: World Trade Organisation. Dostupno na: http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/gatt47_02_e.htm#articleXXIV (30. 3. 2014).

167. Wyplosz C. (2006) European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success. *Economic Policy*.46.
168. Zemanek et al. (2010) Current Account Balances and Structural Adjustment in the Euro Area. *International Economics and Economic Policy*, 7(1).
169. Берберовић Љ. (2011) *Глобализација или диктирање будућности*, Београд. Просвета.
170. Билас В. (2005) *Теорија оптималног валутног подручја*. Евро и Европска монетарна Унија. Економски факултет у Загребу. Зборник радова.
171. Бобић М. (2011) Политичке групације у Европи. Београд. КАС.
172. Вулетић В. (2003) *Глобализација – Мит или стравност*. Београд. Просвета.
173. Ђњатовић, Д., Стојановић, Б. и Дугалић, В. (2003) *Историја националног новца*. Београд: Синекс.
174. И. Ј. Цомбић (2010) *Европска унија – прошлост, садашњост, будућност*. Сарајево. ФеС.
175. Јањевић М. (1998) *Европска монетарна унија*. Београд: Гласник.
176. Јањевић М. (1998) *Европска монетарна унија*. Београд: Гласник.
177. Јовановић Гавриловић П. (2012) *Међународно пословно финансирање. XIV*. Економски факултет, Универзитета у Београду, Београд.
178. Ковач, О. et. al. (2000) *Међународни економски односи*. Београд: Економски факултет Универзитета у Београду.
179. Ковач, О. et. al. (2000) *Међународни економски односи*. Београд: Економски факултет Универзитета у Београду.
180. Ковачевић С., (2000), „*Међународни економски односи*“, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац.
181. Котлица С., Кнежевић Б., (2003), *Економика међународног пословања*, Мегатренд, Београд.
182. Прокопијевић М. (2007) *Европска монетарна унија*. Београд: Грађевинска књига.

183. Родрик Д. (2013) *Парадокс глобализације*. Београд: ЈП Службени гласник.
184. Родрик, Д. (2013) *Парадокс глобализације*. Београд: ЈП Службени гласник.
185. Родрик, Д. (2013) *Парадокс глобализације*. Београд: ЈП Службени гласник.
186. Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*. Универзитет Сингидунум. Београд.
187. Станишић Н. (2015) „*Међународна монетарна интеграција-изазови прихватања регионалне валуте*“. Крагујевац. Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет.
188. Турчиновић, Ф. (2002) *Економске интеграције и трговинске групације*. Београд: Мегатренд универзитет примењених наука у Београду.
189. Цветановић С., Јововић Д. и Младеновић И. (2007) *Стратегијске политике европских интеграција*. Економски факултет Ниш.