

ТМ	Г. XXXVII	Бр. 3	Стр. 1377-1396	Ниш	јул - септембар	2013.
----	-----------	-------	----------------	-----	-----------------	-------

UDK 338.124.4(4)

Прегледни рад

Примљено: 15. 09. 2011.

Ревидирана верзија: 26. 11. 2011.

Одобрено за штампу: 02. 09. 2013.

Дејан Живков

Висока пословна школа

Нови Сад

Сузана Колар

УЗРОЦИ КРИЗЕ ЕВРО-ЗОНЕ

Апстракт

Након успешног превазилажења Светске економске кризе из 2008. Европска монетарна унија се суочава са новим изазовом – како консолидовати јавне финансије и смањити јавни дуг у неким земљама чланицама. Неколико фактора је довело до овако неконтролисаног раста јавног дуга. Основни циљ овог рада је емпиријска анализа и препознавање главних узрочника тренутног стања. Може се рећи да су неки фактори иманентни ЕМУ због њене несавршености, док су други скоријег датума, али суштина је да су сви повезани и да су заједно изазивали буџетски дефицит који се претварао у јавни дуг. ЕМУ сада има незавидан задатак – пронаћи најбоље решење за превазилажење кризе које ће бити на обострану корист ње и њених чланица, међутим нико не може да каже да ли је она на правом путу или ће морати да примени неке радикалније стратегије.

Кључне речи: ЕМУ, узроци кризе јавног дуга

CAUSES OF THE EURO-ZONE CRISIS

Abstract

Having successfully overcome the global economic crisis from 2008, the Economic and Monetary Union (EMU) of the European Union is facing a new challenge – how to consolidate public finances and reduce public debt in some of the member states. Several factors led to the uncontrolled growth of public debt. The main objective of this paper is an empirical analysis and identification of the main causes of the current situation. It can be argued that some factors inherent in the EMU because of its imperfections, while others are more recent, but the point is that they are all connected and that together they caused the budget deficit that eventually turned into a public debt. The EMU now has the unenviable task – to find the best solution for overcoming the crisis, which will be for the mutual benefit of the EU and its mem-

bers. However, no one can say whether it is on the right track or it will need to resort to more radical strategies.

Key Words: EMU, causes of debt crisis

УВОД

Европска монетарна унија (ЕМУ) и њена валута евро тренутно пролазе кроз највећу кризу још од оснивања 1999. године. Као главни узрочник кризе су препознати високи јавни дугови које су искалале неке земље чланице. Међутим, оцена да су те земље својим неодговорним понашањем најзаслужније за кризу у ЕМУ била би површна и само делимично тачна. Због тога се слика мора посматрати много шире. Према томе, разматрање питања зашто је дошло до кризе у ЕМУ мора укључивати сам корен настанка једне такве интеграције, јер криза која тренутно погађа ЕМУ није могла настати преко ноћи. Она је у великој мери последица акумулираних проблема са којима се ЕМУ сусретала кроз читав период свог постојања. Из тог разлога, анализу тренутног стања између осталог треба посматрати и у контексту неопходних предуслова који су требали бити испуњени када је ЕМУ била формирана.

Ово питање се поставља зато што свака интеграција у валутно подручје некој земљи доноси како предности тако и недостатке. Стога, свака земља-потенцијални кандидат треба да процени колики ће бити трошкови у односу на користи када се прикључи валутној унији. На ово питања је врло тешко дати децидан одговор па се, наравно, дешава да тек након приступања земља схвати да би боље било да није улазила у подручје заједничке валуте. Међутим, тада је „ште-та” већ учињена, а последице лоше одлуке може да осети читава валутна интеграција.

Генеа и узроци кризе у ЕМУ ће бити посматрани кроз бројне емпиријске податке који се односе на земље чланице и који ће служити као потврда тврђењима изнетим у овом раду. Фокус ће бити усмерен ка искључиво економским разлозима који су довели до кризе при чему ћемо се потрудити да експлицитно идентификујемо неколико фактора који су одговорни за тренутно стање у ЕМУ. На крају ћемо хипотетички сагледати алтернативно решење за излазак из кризе и објаснити разлоге зашто се таквој стратегији још увек није приступило.

ЗА И ПРОТИВ ПРИСТУПАЊА ЗАЈЕДНИЧКОМ ВАЛУТНОМ ПОДРУЧЈУ

Анализи једног овако комплексног проблема, као што су узроци кризе у валутној унији, треба приступи из корена, односно најпре треба видети зашто се земље уопште организују у валутно подручје. Сасвим је природно да чланство у валутној унији не мора одговарати свим земљама, при чему је њихово легитимно право да јој се не придруже.¹ Са друге стране, недавно, неке земље су врло радо ушле у ЕМУ², док друге, које још увек нису, чврсто су везале своје валуте за евро у форми валутног одбора.³ Овде се јасно намеће питање шта је то што тако снажно привлачи неке земље у валутну интеграцију, а шта је то што неке одбија, другим речима потребно је сагледати које су предности и недостаци чланства у ЕМУ. То ће нам касније бити добра основа да одговоримо да ли је за сваку земљу оптимално да буде у валутном подручју, и да ли можда постоји алтернативно решење. Такође, овај приступ поступног сагледавања ситуације у ЕМУ ће на крају пружити коначан одговор на питање која је то група фактора најодговорнија за настанак кризе и да ли је она могла бити спречена.

1) **ПРЕДНОСТИ:** У литератури се може наћи неколико разлога који иду у корист чланству у Унији:

1) **Увођење валутне стабилности и уклањање ценовних осцилација које потичу из промена девизног курса** – прихватањем заједничке валуте свака опасност од депресијације нестаје чиме се обезбеђује и стабилност цена која би могла бити нарушена кроз трансмисиони механизам девизног курса.

2) **Елиминација текућих трошкова** – трошкови конверзије валута приликом прекограничних трансакција у земљу са другом валутом нестају, затим, постојање једне валуте умногоме олакшава рачуноводствене евиденције и упоредивост цена између две земље. Такође, нестају трошкови заштите (хецинга) од могућих промена курса у будућности, итд.

3) **Могућност задуживања по нижим каматним стопама** – увођењем јединствене валуте ствара се већа макроекономска стабилност, односно јача се кредибилитет националног финансијског тржишта из чега произилази могућност задуживања по нижим каматним стопама чиме се повећава инвестициона активност.

¹ Земље које су процениле да им је у најбољем интересу да остану ван ЕМУ су: Велика Британија, Данска и Шведска. Овде треба споменути и Норвешку и Швајцарску које су формално и ван ЕУ.

² То су Словенија, Словачка и Естонија.

³ Те земље су: Бугарска, Литванија и Босна и Херцеговина.

II) **НЕДОСТАЦИ**: Наведене користи које пружа једно валутно подручје делују прилично примамљиво, али зашто онда уопште постоји двоумљење око тога да ли треба приступити или не? Као и што смо наговестили, валутна унија носи са собом и одређене недостатке, односно трошкове који нису занемарљиви. Најзначајнији недостаци чланства су:

1) **губитак монетарне аутономије** – овакве могућности у једном валутном подручју нестају зато што се монетарни ауторитет преноси на једну централну наднационалну институцију која води јединствену монетарну политику и која самим тим не може да је прилагођава тренутном стању у некој земљи.

2) **немогућност депресијације националне валуте** – уласком у валутну унију земља прихвата заједничку валуту коју не може депресирати како би стекла конкурентне предности у односу на друге земље и како би на тај начин повећала своје извозне приходе.

Као што смо видели, највећи недостатак приступању монетарној унији је немогућност номиналног прилагођавања преко монетарне политике и курса. Сад можемо поставити питање како се тај недостатак уклапа у контекст текуће кризе у ЕМУ, односно да ли има неке везе са њом. Иако земља која уђе у валутну унију губи монетарни ауторитет рекло би се да јој остаје на располагању још један инструмент интервенционизма, а то је фискална политика. Међутим, пошто је један од главних приоритета ЕМУ стабилност цена и ниска инфлација то аутоматски намеће оштра ограничења вођењу стабилизационе фискалне политике. Како је основни став у ЕМУ да је један од најзначајнији узрока инфлације прекомеран буџетски дефицит, посебна пажња је усмерена на стабилност јавних финансија. Ова ограничења се најпре намећу земљама кандидатима преко тзв. критеријума конвергенције из Мастрикта који кажу да дефицит у буџету не сме бити већи од 3% БДП-а (само онолико колико одговара расходима за јавне инвестиције) и да јавни дуг не сме бити већи од 60% БДП-а. Низак буџетски дефицит би требало да одагна бојазан од инфлације, а истовремено и да утиче на стабилност јавног дуга. Међутим, управо на старту оснивања европске валутне уније је дошло до кршења ових правила што се у овом раду препознаје као први фактор који је допринео каснијем развоју кризе. Наиме, од 11 земаља⁴ које су приступиле ЕМУ 1999. године чак 6 земаља нису испуњавале критеријум о висини јавног дуга, док су две земље (Италија и Белгија) имале јавни дуг преко 113% БДП-а (видети Табелу 1. у Прилогу). Овде се први пут може препознати недостатак стриктности у придржавању

⁴ Тих 11 земаља су: Аустрија, Белгија, Финска, Француска, Немачка, Ирска, Италија, Португалија, Луксембург, Холандија и Шпанија.

правила која су кључна за настанак и опстанак валутног подручја и давање предности политичким факторима.⁵

Табела 1. Јавни дуг чланица ЕМУ

Table 1. Public debt of EMU members

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Аустрија	67.3	66.5	67.3	66.7	65.8	65.2	64.6	62.8	60.7	63.8	69.6	72.3
Белгија	113.7	107.9	106.6	103.5	98.5	94.2	92.1	88.1	84.2	89.6	96.2	96.8
Финска	45.7	43.8	42.5	41.5	44.5	44.4	41.7	39.7	35.2	34.1	43.8	48.4
Француска	58.9	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	63.9	67.7	78.3	81.7
Грчка	94.0	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	105.4	110.7	127.1	142.8
Немачка	60.9	59.7	58.8	60.4	63.9	65.8	68.0	67.6	64.9	66.3	73.5	83.2
Ирска	48.5	37.8	35.5	32.1	30.9	29.6	27.4	24.8	25.0	44.4	65.6	96.2
Италија	113.7	109.2	108.8	105.7	104.4	103.9	105.9	106.6	103.6	106.3	116.1	119.0
Кипар	58.9	58.8	60.7	64.6	68.9	70.2	69.1	64.6	58.3	48.3	58.0	60.8
Луксембург	6.4	6.2	6.3	6.3	6.1	6.3	6.1	6.7	6.7	13.6	14.6	18.4
Малта	57.1	55.9	62.1	60.1	69.3	72.4	69.6	64.2	62.0	61.5	67.6	68.0
Холандија	61.1	53.8	50.7	50.5	52.0	52.4	51.8	47.4	45.3	58.2	60.8	62.7
Португалија	49.6	48.5	51.2	53.8	55.9	57.6	62.8	63.9	68.3	71.6	83.0	93.0
Словачка	47.9	50.3	48.9	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.6	27.8	35.4	41.0
Словенија	-	-	26.7	27.9	27.3	27.4	26.7	26.4	23.1	21.9	35.2	38.0
Шпанија	62.3	59.3	55.5	52.5	48.7	46.2	43.0	39.6	36.1	39.8	53.3	60.1
Естонија	6.5	5.1	4.8	5.7	5.6	5.0	4.6	4.4	3.7	4.6	7.2	6.6

Извор: epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&nocode=teina225&plugin=1

Други административни инструмент фискалне контроле који је донет још пре оснивања ЕМУ, 1997 год., је Пакт о стабилности и расту чије мере би требало да ступе на снагу када нека земља прекрши зацртане критеријуме који се односе на јавне финансије. Међутим, иако су ове мере лепо изгледале на папиру, и чак подразумевале новчане казне за оне земље које се не придржавају правила,⁶ у пракси нису биле спровођене – ниједна земља није била новчано кажњена, а све се завршавало на „јавним упозорењима“. Највећи недо-

⁵ Европска централна банка (ЕЦБ) није била за приступање Италије и Белгије док не смање удео јавног дуга, али Веће министара је одбило предлог изјављујући да не би имало смисла не дозволити чланство овим земљама које су биле оснивачи ЕЕЗ.

⁶ Ако земља не би предузела корективне мере за сузбијање дефицита казна се састојала од полагања почетног депозита од 0.2% БДП-а на рачун Европске комисије и он може бити увећаван до 0.5% БДП-а у зависности од висине дефицита. Уколико земља не смањи прекомерни дефицит у року од две године депозит се претвара у казну, у супротном се враћа земљи.

статак мера из Пакта је да су оне донете, а да на самом старту нису имале никакве шансе да буду спроведене. Суштина проблема је у томе да ако се земља суочава са буџетски дефицитом додатне казне би га још више оптеретиле, земља би још више морала да повећава порезе или смањује расходе, а рецесија би се још више продубила. Због тога Пакт никад није нашао практичну примену и постао је ефективно „мртво слово на папиру“. Највећа замерка административном апарату ЕМУ је што она нема конкретне инструменте помоћи, другим речима она не располаже довољно великим централизованим буџетом одакле би могло да се прискаче у помоћ земљама које упадну у рецесију. Овај услов је врло тешко постићи у некој нефедералној организацији, јер се сматра да се тиме задире у суверенитет националних држава, што важи и за ЕМУ. Многи критичари сматрају да је ово један од кључних фактора зашто ЕМУ не можемо звати оптималним валутним подручјем. У поређењу са САД која је федерација и где угрожене савезне државе добијају значајну финансијску помоћ из федералног буџета то није случај и код ЕМУ. У Европској унији постоји централизован буџет, али је обим средстава са којим располаже врло скроман – мало више од 1% БДП-а ЕУ, што није довољно за пружање помоћи привредама које уђу у рецесију. Додуше, средства буџета ЕУ се троше углавном на заједничку пољопривредну политику, док се део средстава односи на структурне и кохезионе фондове.

Наравно да недостатак централизованог буџета није једини разлог зашто ЕМУ није оптимално валутно подручје. Међутим, не може се рећи да она апсолутно не испуњава услове које би неко валутно подручје требало да задовољи да би било функционално. У случају ЕМУ, неки се предуслови задовољавају у већој мери, док неки скоро уопште нису испуњени. На пример, оно што се врло често истиче као њен велики недостатак је изузетно слаба мобилност радне снаге која је један од кључних чинилаца брзог изласка из тзв. асиметричних шокова, односно рецесија које не погађају истовремено све земље чланице. Ово је битно зато што уколико постоји висока мобилност рада радници једноставно напуштају пребивалиште у земљи погођеној рецесијом и селе се у земље које остварују раст. На овај начин, трошкови прилагођавања за земљу погођену кризом ће бити значајно мањи јер ће незапосленост бити нижа, а самим тим и расходи буџета, односно социјални трансфери намењени незапосленим лицима. На пример, како наводе Кругман и Обсфелд (2009) проценат популације које мења место пребивалишта у потрази за послом у Немачкој износи 1,1%, док у Италији једва 0,5%. Овако ниска мобилност је карактеристична у мањој или већој мери за све земље

ЕМУ, а кључни разлози који се наводе су непознавање језика и неки видови административних ограничења.⁷ Према истим ауторима САД служи као пример, јер на супрот ЕМУ у Америци је мобилност рада на завидних 3,1%.

Иако ово представља велики недостатак ЕМУ, са друге стране сличност производних структура и синхронизованост привредних циклуса је на релативно високом нивоу, или је барем била до почетка Светске економске кризе 2008., што у великој мери олакшава вођење монетарне политике Европској централној банци. То значи да су земље ЕМУ пре Кризе врло слично пролазиле кроз цикличне периоде експанзије и рецесије па ЕЦБ није требала много да размишља да ли да спусти или подигне каматну стопу. Као доказ овој тврдњи можемо наћи у Табели 2. у којој су приказане стопе раста неких од највећих земаља ЕМУ. Стопе раста по годинама сугеришу кроз коју фазу је економија неке земље пролазила. Оно што је заиста индикативно је чињеница да су фазе раста и рецесије у великој мери биле усклађене до почетка кризе, а онда од 2009. због текућих проблема око високих јавних дугова и примене строгих мера штедње неке земље су ушле у озбиљну рецесију док су друге остваривале низак раст, односно фазе привредних циклуса су се од 2009. разликовале међу земљама.

Tabela 2. Stope rasta BDP-a nekih zemalja EMU

Table 2. GDP growth rates of some EMU members

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Španija	4.7	5.0	3.6	2.7	3.1	3.3	3.6	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.1
Holandija	4.7	3.9	1.9	0.1	0.3	2.2	2.0	3.4	3.9	1.9	-3.9	1.7
Finska	3.9	5.3	2.3	1.8	2.0	4.1	2.9	4.4	5.3	0.9	-8.2	3.1
Grčka	3.4	4.5	4.2	3.4	5.9	4.4	2.3	5.2	4.3	1.0	-2.0	-4.5
Portugalija	4.1	3.9	2.0	0.7	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.5	1.4
Italija	1.5	3.7	1.8	0.5	1.6	0.0	1.5	0.7	2.0	1.5	-1.3	-5.2
Nemačka	2.0	3.2	1.2	0.0	-0.2	0.7	0.9	3.6	2.8	0.7	-4.7	3.5
Francuska	3.3	3.7	1.8	0.9	1.1	2.3	2.0	2.4	2.3	0.1	-2.5	1.5

Izvor:

epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020

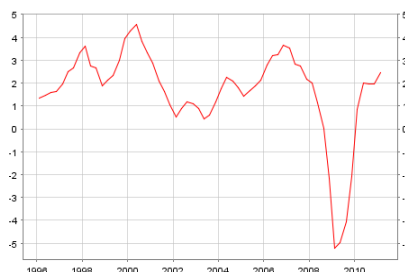
⁷ На пример, да би радник примао социјалну помоћ за незапослене мора бити у месту где му је пребивалиште, односно ако промени место у потрази за послом он је аутоматски губи, иако промена места становања није гаранција да ће посао и наћи. Због тога се многи одлучују да сачекају да се ситуација у земљи поправи, а до тада ће примати релативно солидну социјалну помоћ за незапослене.

Генерално, оно што је врло битно закључити је то да је недостатак централизованог фискалног буџета индиректно допринео расту буџетских дефицита и последично увећању јавног дуга. У раду ову мањкавост ЕМУ идентификујемо као други фактор који је допринео настанку кризе.

Према томе, мере из Пакта су биле од почетка осуђене на пропаст јер ЕМУ није имала други начин него да толерише појаву буџетских дефицита и раст јавног дуга у неким земљама. Пример за недостатак доследности је и тај да су Немачка и Француска међу земљама које су највише кршиле правила о дефициту и према којима су Европска комисија и ECOFIN⁸ имали благонаклон став јер су имале великог утицаја у ЕУ. У Табели 3 према статистици Еуростат-а се могу видети подаци за буџетске дефиците неких земаља које су највише кршиле правила прописана Пактом. У Табели 2 је дат преглед стопа раста БДП-а при чему се може видети, упоређујући ове две табеле, да дефицити у буџетима уопште нису оправдани с обзиром на остварене стопе раста. Ове чињенице потврђују да се ЕМУ није стриктно придржавала раније утврђених правила највише због недостатка заједничког фискалног апарата. Два наведена фактора су у великој мери довели до тога да се дефицити националних буџета гомилају из године у годину у виду све већег јавног дуга.

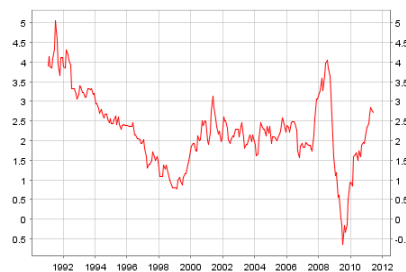
Криза која је избила на подручју ЕМУ чини се као неизбежност сваког валутног подручја које не задовољава критеријуме оптималности, јер земље чланице губе могућност номиналног прилагођавања преко монетарне политике и курса, и остаје им само могућност да саме решавају проблеме путем дискреционе фискалне политике. То што се неке земље нису стриктно придржавале критеријума из Пакта, контролне институције ЕМУ су могле да толеришу у нормалним околностима када је читава евро зона бележила раст и када је Европска централна банка успешно водила политику ниске инфлације (види Сliku 1 и 2 у Прилогу). Реалан раст економије може довести до санације буџетског дефицита и смањења односа јавни дуг/БДП, па често ECOFIN, а и финансијска тржишта, нису показивали значајнију забринутост око дефицита у неким земљама, тако да су захтеване каматне стопе на дугорочне обвезнице тих држава остале релативно ниске.

⁸ ECOFIN (Economic and Financial Affairs Council) – Савет за економска и финансијска питања који је део контролног апарата ЕМУ који утврђује мере које држава треба да спроведе да би смањила дефицит у буџету.



Slika 1. Раст БДП-а у зони ECU/euro¹⁰

Figure 1. GDP growth rate in the ECU/euro zone



Slika 2. Стопа инфлације у ЕМУ⁹

Figure 2. Inflation rate in the EMU

СВЕТКА ЕКОНОМСКА КРИЗА И ВАЛУТНО СИДРО КАО ФАКТОРИ КРИЗЕ ЕВРО-ЗОНЕ

У нормалним околностима до кризе у ЕМУ вероватно не би ни дошло, али са појавом светске финансијске кризе 2008. године и наглим падом БДП-а у евро зони буџетски дефицити и јавни дуг су готово у свим земљама чланицама забележили алармантан раст. Међу примарним разлозима је и то што су бројне финансијске институције у земљама ЕМУ исказивале губитке због поседовања, испоставило се, безвредних америчких секјуритизованих хипотекарних обвезница, па им је требала помоћ владе како њихов банкрот не би изазвао урушавање националних финансијских система. Неопходност спашавања приватних банака је утицала на то да се приватни губици банака преко ноћи претворе у јавни дуг (најдрастичнији случај спасавања банака је код Ирске). Поред тога, озбиљан пад бруто домаћег производа је захтевао примену експанзивних мера фискалне политике (смањење пореза и раст јавних трансфера) што је све утицало да се за врло кратко време јавни дуг у неким земљама увећа за више десетина процената БДП-а. На пример, у периоду од 2007–2010. год. највеће увећање односа јавни дуг/БДП су имале следеће земље: Шпанија – увећање за 66.5%, Португалија – увећање за 36.1% и Грчка – увећање за 35.5%, што може да се види и у Табели 1. Мада, не може се рећи да је само криза најодговорнија за генери-

⁹ Извор: sdw.ecb.europa.eu/

¹⁰ Извор:

sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I6.Y.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.R

сање високог јавног дуга у неким земљама. Као што се види у Табели 3 неодговорно понашање неких влада је стварало дуг и у годинама економског раста, а појава кризе је само била кап која је прелила чашу. Према томе, појава Светске економске кризе је трећи фактор који је учинио да се неколико земаља ЕМУ нађу у „црвеној зони“ кад је у питању ниво јавног дуга.

Табела 3. Буџетски дефицити неких земаља ЕМУ

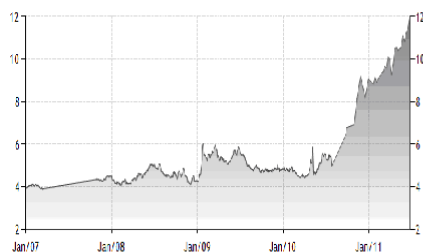
Table 3. Budget deficit of some EMU members

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Грчка	-	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.4	-9.8	-15.4	-10.5
Португалија	-2.7	-2.9	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.5	-10.1	-9.1
Италија	-1.7	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.4	-1.5	-2.7	-5.4	-4.6
Немачка	-1.5	1.3	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.6	0.3	0.1	-3.0	-3.3
Француска	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0

Извор:

eurp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb080&plugin=1

Високи јавни дуг у неким земљама је учинио да се инвеститори на финансијским тржиштима запитају да ли земље које су га акумулирале могу у будућности и да га врате. Пет критичних земаља је препознато као могући кандидати који ће имати проблема са његовом отплатом. То су земље Португалија, Ирска, Италија, Грчка и Шпанија, (скраћено ПИИГС), при чему је Грчка оцењена као најкритичнија. Управо је Грчка прва земља која је затражила пакет помоћи како би могла да сервисира доспеле дугове, што је на крају и добила 25. марта 2010. године, у виду 110 милијарди евра од ЕМУ (80 милијарди) и од ММФ-а (30 милијарди). Овакав потез грчке владе је послао јасан сигнал на тржиште да се неке земље налазе у озбиљним финансијским проблемима и да из њих неће моћи саме изаћи. То је у неку руку изазвало домино ефекат на финансијским тржиштима и натерало инвеститоре да преиспитају вредност дугорочних државних обвезница и других земаља ПИИГС-а. Због повећаног перципираног ризика захтевана каматна стопа је значајно порасла, а од средине 2010. год. евидентан је рапидан раст каматних стопа на десетогодишње државне обвезнице ових земаља (види слике од 3–6 у Прилогу).



Слика 3. Ирска
Figure 3. Ireland



Слика 4. Грчка
Figure 4. Greece



Слика 5. Португалија
Figure 5. Portugal



Слика 6. Шпанија
Figure 6. Spain

Захтевана каматна стопа на 10-годишње државне обвезнице неких земаља ПИИГС

The required interest rate on 10-year government bonds of some PIIGS countries

Евидентно је да је Грчка у најтежој ситуацији и да инвеститори у највећој мери верују да она неће моћи да сервисира своје доспеле дугове што се види и из дугорочне каматне стопе која је у септембру 2011. износила 18.28% (у односу на исти период прошле године то је увећање за 7.96%). Овако висока каматна стопа на државне обвезнице јасно указује на висок ниво ризика које оне у себи носе, што се односи како на Грчку тако и на остале земље ПИИГС-а. Захтевана висока каматна стопа додатно погоршава ситуацију јер свако наредно задуживање и рефинансирање постојећег дуга драстично увећава трошак при чему ће Грчка, а можда и остале земље, доћи у ситуацију да највећи део јавних прихода које прикупе дају на отплату само камата. Друго питање које се поставља је да ли би Грчка могла уопште да нађе купце за своје десетогодишње обвезнице кад би их продавала ради рефинансирања, јер висока каматна стопа коју инвеститори захтевају на грчки дуг указује да та средства вероватно неће

бити враћена, па је куповина грчких обвезница чиста лутрија којој је мало који инвеститор вољан да приступи.

Према томе, као што смо видели, низ фактора је довео до појаве тренутне кризе у Европској монетарној унији. Прво, сам почетак функционисања ЕМУ је био праћен недоследностима када су неке државе постале чланице иако према зацртаним критеријумима то не би могле. Друго, несавршеност валутног подручја је утицала на то да се њене чланице саме боре против економских проблема у националним привредама што је једним делом довело до стварања дефицита у буџетима и гомилања дуга. И треће, појава светске економске кризе је убрзала појаву проблема са дугом који би се јавили тек за 5–6 година у нормалним околностима.

Наведени фактори изгледају као довољан разлог да се каже зашто је криза погодила ЕМУ. Међутим, овде треба да се дотакнемо још једне ствари која се односи на валутно сидро и која самим тим не дозвољава земљама чланицама номинално прилагођавање преко депресијације курса. Наиме, као што је раније речено, заједничко валутно подручје има својих предности, али има и једну значајну ману која се огледа у томе што онемогућава увећавање конкурентности кроз депресијацију валуте. Озбиљан проблем у валутном подручју се јавља ако земље чланице у својим националним економијама бележе различите стопе инфлације, што практично значи да земље које имају више стопе инфлације губе конкурентност својих производа у односу на земље чланице које имају нижу инфлацију зато што њихови производи постају скупљи. Ови проблеми се током времена гомилају због тога што су исти производи у земљама са већом инфлацијом сваке године све скупљи и скупљи, а не могу се анулирати кроз депресијацију јер сви имају једну заједничку валуту. На тај начин се умањују извозни приходи земаља са вишим стопама инфлације, односно долази до погоршања њиховог биланса текућих трансакција. Чим је извозна тражња нижа то са друге стране подразумева нижу привредну активност која увећава незапосленост и смањује пореске приходе. Држава онда делимично решава проблем већим запошљавањем у јавном сектору и повећаном потрошњом што за последицу ствара буџетски дефицит. Ово свакако није главни разлог стварања буџетског дефицита, али може допринети његовом настанку или увећати постојећи дефицит.

Управо ћемо сагледати да ли се овако нешто десило земљама ПИИГС-а и да ли то на неки начин може да се исправи? Наиме, ове земље у поређењу са већином земаља ЕМУ не могу да се похвале традиционално ниским стопама инфлације. Њихове стопе јесу ниске у поређењу са стопама инфлације неких земаља у развоју, али заостају за добрим делом осталих чланица ЕМУ зоне (видети Табелу 4).

Табела 4. Стопе инфлације у неким земљама ЕМУ

Table 4. Inflation rates in some EMU countries

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Немачка	0.6	1.4	1.9	1.4	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.8	0.2	1.9
Аустрија	0.5	2.0	2.3	1.7	1.3	2.0	2.1	1.7	2.2	3.2	0.4	1.7
Француска	0.6	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	1.9	1.9	1.6	3.2	0.1	1.7
Холандија	2.0	2.3	5.1	3.9	2.2	1.4	1.5	1.7	1.6	2.2	1.0	0.9
Финска	1.3	2.9	2.7	2.0	1.3	0.1	0.8	1.3	1.6	3.9	1.6	1.7
Грчка	2.1	2.9	3.7	3.9	3.4	3.0	3.5	3.3	3.0	4.2	1.3	4.7
Португалија	2.2	2.8	4.4	3.7	3.3	2.5	2.1	3.0	2.4	2.7	-0.9	1.4
Италија	1.7	2.6	2.3	2.6	2.8	2.3	2.2	2.2	2.0	3.5	0.8	1.6
Ирска	2.3	5.3	4.0	4.7	4.0	2.3	2.2	2.7	2.9	3.1	-1.7	-1.6
Шпанија	2.2	3.5	2.8	3.6	3.1	3.1	3.4	3.6	2.8	4.1	-0.3	2.0

Извор: epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcod e=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1

Ако се погледа по годинама онда стопе инфлације земаља ПИИГС нису много више у односу на Немачку, Француску или Аустрију, али кумулативно посматрано долази се до значајне разлике. Наиме, од 1999-2010. год. збирна инфлација у Немачкој износи 19%, у Аустрији 21,1%, а у Француској 21% док је у земљама ПИИГС-а значајно већа, у Грчкој је 39%, у Португалији 29,6%, у Италији 26,6%, у Ирској 30,2% и у Шпанији 33,9%. Овако збирно посматране стопе инфлације које су ове земље оствариле у односу на њихове трговинске партнере у ЕМУ чине да исти производ у Грчкој у 2010. год. буде скупљи од истог производа у Немачкој за 20%, или исти производ у Ирској да буде за 9,1% скупљи него у Француској, итд. Овако евидентан пад конкурентности негативно утиче на њихов платни биланс, а с обзиром на податак да је међусобна трговина земаља ЕУ у 2008. год. чинила чак 69.8% њене укупне трговине¹¹ онда се губитак конкурентности чини веома релевантним. Основни проблем је тај што оне не могу вратити своју конкурентност једноставном депресијацијом валуте јер су везане валутним сидром, већ прилагођавање мора да дође кроз дефлациони процес који са собом носи бројне друге проблеме (повећану незапосленост, ниже плате и пензије, негативан раст, итд.).

У теорији се ово посматра кроз тзв. реални девизни курс. Реални курс¹² ових земаља услед инфлације апресира (смањује се), од-

¹¹ WTO, International Trade Statistics, 2009, Geneva, p. 9

¹² Реалан девизни курс који је једнак: $e = E \times P^* / P$; где је e – реалан девизни курс, E – номиналан девизни курс, P^* - инфлација у иностранству и P – домаћа инфлација. Немогућност номиналног прилагођавања E гура e испод 1, што негативно утиче на текући биланс.

носно одлази испод 1 (или 100 ако говоримо о индексу). Реални курс временом тежи да се врати на 1 у систему флексибилног курса због номиналне депресијације која се дешава због дефицита у текућем билансу. Међутим, у валутној унији то не може да се деси јер постоји само једна валута за све земље. Из тог разлога у валутној унији реални курс земаља са вишом инфлацијом све више и више апресира, што доводи до све већег пада конкурентности и све већих текућих дефицита. Овако посматрано, једино решење за ове земље (често сматрано екстремним) је напуштање валутне уније, поновно увођење националне валуте која ће моћи слободно да плива са валутом монетарне уније и да депресира уколико дође до погоршања у текућем дефициту. Ово је далеко безболнији начин у поређењу са дефлаторним прилагођавањем, на који нека земља може повратити конкурентност коју је изгубила због веће инфлације.

Интересантно би било видети да ли ова прича може емпиријски да се потврди и за земље ПИИГС-а. У Табели 5 је дат приказ биланса текућих трансакција ових земаља од 1997. год., односно две године пре неповратног везивања њихових валута за евро¹³. Можемо приметити да су ове земље од уласка у евро зону константно бележиле дефиците у текућим трансакцијама, а касније су се ти дефицити све више и више увећавали (што је у складу са претходном теоријском констатацијом), док су неке земље пре прихватања евра бележиле чак суфиците у текућим трансакцијама.

Табела 5. Биланс текућих трансакција изражено у проценту БДП-а за земље ПИИГС

Table 5. Current account expressed as a percentage of the GDP for the PIIGS countries

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Италија	2.8	1.7	0.7	-0.5	-0.1	-0.6	-1.5	-1.5	-1.3	-2.6	-2.4	-2.9	-2.1	-3.5
Грчка	-4.0	-3.0	-3.8	-6.9	-6.6	-7.2	-6.2	-5.9	-7.4	-11.2	-14.4	-14.7	-11.0	-10.4
Ирска	3.1	1.1	0.6	-0.1	-0.6	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7	-3.6	-5.3	-5.6	-3.0	-0.7
Шпанија	0.5	-0.5	-2.3	-3.4	-2.8	-2.4	-2.8	-5.0	-7.4	-9.0	-10.0	-9.7	-5.5	-4.5
Португалија	-5.7	-6.9	-8.5	-10.4	-9.5	-7.3	-6.5	-8.4	-10.4	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-9.9

Извор: WEO, април 2011. р. 199.

Не располажемо конкретним подацима о обиму трговине између земаља ЕМУ, али можемо тврдити да је значајан део погоршања текућег биланса земаља ПИИГС настао управо у трговини са осталим земљама ЕМУ, због претходно изнетог податка о обиму трговине између земаља ЕУ у извештају WTO. Из тог разлога, можемо тврдити да су земље које су ушле у ЕМУ значајним делом изгубиле

¹³ Напомена: Грчка је ушла у ЕМУ 2001. године.

своју конкурентност везујући се за евро што им је једним делом пореметило спољну равнотежу и утицало на смањивање извоза. Нижи национални доходак, који се јавио као последица смањених извозних прихода, неке земље су хтеле да компензују кроз већу буџетску потрошњу, али је то произвело још већу неравнотежу у виду раста јавног дуга. Према томе, валутно сидро бисмо могли да означимо као четврти фактор који је допринео настанку кризе.

КЉУЧНО ПИТАЊЕ – ДА ЛИ ИЗАЋИ ИЛИ ОСТАТИ У ЕМУ?

Приказане опасности за ЕМУ приморавају нас да поставимо питање да ли постоји стратегија излаза која би била корисна како за ЕМУ тако и за појединачне земље? На жалост, за сада апсолутно прихватљив модел који би дао највеће користи за ЕМУ и њене чланице не постоји. Постоје предлози, али нико не може да тврди да би то било најбоље решење, јер нико са сигурношћу не може да сагледа размере трошкова и користи које би неке стратегије донеле и, на крају крајева, да ли би оне уопште биле делотворне. Недостатак јединствене идеје се може видети и у текућим потезима који се повлаче и који за сада подразумевају директну помоћ угроженим земљама за коју и сама ЕМУ није сигурна да ли ће успети и колико дуго ће моћи да се спроводи. Опција „Б“, како бисмо је назвали, и која се засад не разматра, подразумевала би искључење проблематичних земаља из ЕМУ зоне, што можда и не би била тако лоша идеја на обострану корист, али због великих неизвесности које носи оваква могућност она се још увек не узима у обзир. Међутим, то нас свакако не спречава да у раду хипотетички размотримо како би једна таква стратегија изгледала и зашто би могла да се примени, као и зашто се до сада већ није применила.

Наиме, тренутно смо сведоци прилично радикалних мера које предузимају неке земље у својим економијама, а које подразумевају смањење буџетског дефицита, повећање пореза, који онда условљавају раст незапослености, улазак у нову рецесију итд. То се зове реално прилагођавање које би требало да поправи њихову конкурентност, генерише нове извозне приходе и коначно доведе до смањења јавног дуга. Међутим, проблем са овим приступом је што је врло неизвесно колико времена треба да прође да би се економија опоравила и да би се постигао крајњи циљ – смањење јавног дуга. Дугови се само враћају из новостворене вредности, али како ће онда земље које примењују овакве мере створити нову вредност када улазе у нови талас кризе? Реалним прилагођавањем којим се генерише нова рецесија, објективно посматрано, на средњи, па чак и на дуги рок, економија се не може опоравити јер се земља тада суочава, поред константних притисака за враћање дуга, и са новим проблемом – како изаћи

из рецесије. Европа покушава да помогне пружајући финансијску помоћ, али то не може неограничено да траје, и та помоћ на крају крајева мора да се врати, па стога земље морају саме да пронађу излаз. Указивање помоћи само једној држави величине као што је Грчка за сада делује изводљиво, али шта ако се слични проблеми појаве код још које земље ПИИГС-а. У том случају морало би се покушати са неким другим решењем.

Једна од могућности је кроз раније наговештено номинално прилагођавање, односно примену опције „Б“. Наиме, тренутне мере које су неке државе донеле како би смањиле дефиците у буџету би била добра полазна основа јер би се на тај начин јавне финансије консолидовале и довеле у ред. Иако овакве мере утичу на смањење реалног производа и повећавају незапосленост оне би се примењивале само у кратком року док се економија не стабилизује и док не почне да расте. Други корак, који за сада није предвиђен, али је могућ, био би излазак земље из ЕМУ и напуштање евра, односно враћање домаће валуте. Враћање националне валуте би дозволило оно што је сада преко потребно земљама ПИИГС-а, а то је далеко безболније номинално прилагођавање кроз депресијацију курса, што би могло да доведе до раста извоза и дохотка.

Међутим, ако је то толико безболан процес зашто се са њим није одавно кренуло? Овакав сценарио, са друге стране, отвара низ других проблема и недоумица. Депресијација може бити мач са две оштрице јер се преко ње деноминира у еврима преко ноћи увећава изражен у домаћој валути. Изгледа да је ово главна бојазан европских званичника јер земља тада може потонути у још дубљу кризу. Поред тога, шта ако депресијација не испуни очекивања, односно ако она донесе више штете него користи? Наиме, депресијација може увећати инфлацију и тиме врло брзо неутралисати претходно стечене конкурентске предности. Затим, услед „ефекта проклизавања“, увозни производи уопште не морају постати скупљи јер страни извозници смањују цене својих производа на уштрб профита, што не мора довести до пада увоза. Даље, услед ефекта „Ј“ криве текући биланс би се у првих 6–9 месеци чак погоршао док се привредни субјекти не прилагоде на нов курс. И на крају, поставља се питање еластичитета увозних и извозних тражњи, односно испуњеност Маршал-Лернерове теореме. Ако је збир еластичитета мало већи од 1, депресијација уопште не мора довести до стабилизације платног биланса и девизног тржишта него сасвим супротно може проузроковати још већу нестабилност. Све до сада речено чини опцију „Б“ веома неизвесном, а под одређеним околностима и много гором него првобитно замишљено решење о финансијској помоћи из ЕМУ. Због тога званичних разматрања о евентуалном искључењу проблематичних чланица још увек нема.

Видели смо које су потенцијалне негативности изласка неких земље из ЕМУ и депресијације која би одмах затим уследила. Ништа нас не спречава да видимо како би изгледао идеални сценарио. Створена могућност депресијације би учинила домаће производе конкурентнијим чиме би се повећао извоз и девизни приходи (уз претпоставку да је збир еластичности увозне тражње и извозне тражње значајно већи од 1). Поред тога, висока незапосленост из претходног периода би утицала на смањивање притисака када је у питању раст плата, што би смањило страхове од инфлације услед дејства трансмисионог механизма депресијације на домаће цене. Такође, уз одређене структурне реформе створио би се амбијент који би поговорио доласку преко потребних страних инвеститора који би подigli привредну активност на виши ниво. Све ово би требало да буде пропраћено и подржано од партнера из ЕМУ и ММФ-а, који би сада средства раније намењена за помоћ у враћању дуга могли да искористе за помоћ економским реформама. Позитиван ефекат би се приметио и на финансијским тржиштима, каматне стопе би пале, па би држава могла, ако би имала потребе, да се задужи ради рефинансирања дуга по нижим каматама. Такође, то би био период када би држава могла попустити фискалну рестриктивност, односно порези би се могли смањити јер економија бележи раст, па на бази повећане привредне активности долази до раста јавних прихода. Чак, уколико би прилив девиза био значајан, могло би се очекивати да раније депресирани курс сада апресира што би утицало на смањење јавног дуга државе. На средњи рок (6–7 година) стање у економији би могло да се поправи, привреда би бележила раст, запосленост би се повећала, а јавни дуг би се смањивао.

Претходни опис, узимајући у обзир тренутно стање у неким земљама, делује као бајка, али је потенцијално могућ када би се земља ослободила номиналног сидра које се зове евро. На овај начин користи би биле обостране и за бившу земљу чланицу и за ЕМУ. Проблем је, наравно, да ли би се све одвијало како је замишљено, јер се не може прецизно тврдити колико би поновно увођење националне валуте допринело опоравку економије, а колико би је гурнуло у још дубљу кризу. За сада ће помоћ пристизати по унапред договореној шеми, али када средства постану недовољна (због евентуалног указивања помоћи и осталим чланицама ПИИГС-а), опција „Б“ мора да се узме у разматрање. Једно је сигурно, евро и ЕМУ ће и даље постојати, да ли у постојећем саставу или у мањем за неке земље ПИИГС-а, видећемо. Чињеница је да стварање једног тако масивног и скупог пројекта каква је валутна унија не може пропасти због неколико проблематичних чланова.

ЗАКЉУЧАК

Неспорна тврдња јесте да је ЕМУ у последње време запала у озбиљне проблеме. Сумирајући претходни текст сада можемо децидно навести који су то фактори највише довели до настанка кризе:

- 1) непридржавање предетерминисаних правила конвергенције приликом оснивања ЕМУ и недостатак стриктне контроле, што је утицало да неке земље себи дозволе превише раскашно понашање,
- 2) недостатак заједничког фискалног апарата, што од ЕМУ прави неоптимално валутно подручје, односно на неки начин земље чланице препушта саме себи,
- 3) појава Светске финансијске кризе која је екстерни фактор и коју нико није очекивао,
- 4) неуједначене стопе инфлације међу земљама и немогућност поврата конкурентности кроз номинално прилагођавање.

Посматрајући наведене чиниоце не би се могло рећи који је најзаслужнији за постојеће стање у ЕМУ, зато што су се сви они међусобно надовезивали, односно деловали и сукцесивно, и симултано. Тренутна решења подразумевају солидарност осталих земаља са угроженим државама, али није сигурно колико ће та стратегија још моћи да траје и да ли ће успети. Ово је за сада једина опција која уз себе има епитет „најмање неизвесна“. Државе које примају помоћ морају да прођу кроз болне процесе реалног прилагођавања уз наду да ће се на крају све завршити како је замишљено. Међутим, крајем октобра 2011, европски званичници су се ипак договорили, а приватни повериоци прихватили, да отпишу 50% својих потраживања што је око 100 милијарди евра грчког дуга или око 28% од укупног дуга Грчке који износи око 360 милијарди евра. Овакво „решење“ је могло бити очекивано, јер је дужничко-поверилачки однос игра са два учесника. Односно, што би рекао Кејнз – када некоме позајмим 100 долара имам дужника, а када некоме позајмим 100.000 имам партнера. Другим речима, приватни повериоци (углавном банке) су прихватиле предлог да отпишу део дуга (који се значајној мери састојао од нагомиланих камата) како би могле спасити остатак потраживања. Историјски посматрано ово није ништа ново јер су 80-их и 90-их година бројне велике земље Латинске америке (Мексико, Бразил, Аргентина) пролазиле кроз кроз сличну кризу са високим јавним дугом којег су нагомилале због неодговорне фискалне политике. Тада је, такође, кризи кумовала немогућност номиналног прилагођавања јер су ове земље своје валуте везале за амерички долар. На предлог тадашњег америчког министра финансија Николаса Брејдија, бројне америчке банке су пристале да отпишу део свог потраживања (чак и до 50%) према овим земљама како би могле да спасу другу половину

потраживања, јер је постојала опасност да ништа не наплате. Тако и овом случају приватни повериоци ће морати да се помире са одређеним губитком како би наплатили барем део потраживања уз наду да ће такав потез помоћи задуженој земљи.

Ипак, као Демоклов мач постоји бојазан шта ако ни то не буде довољно? У том случају мораће се прибећи опцији „Б“ која подразумева искључење презадужених чланова, уз очекивања да ће номинално прилагођавање, које би уследило, донети више користи него штете. То је за сада последња опција о којој се тренутно не размишља, али која ипак провејава у мислима неких европских званичника. Према томе, ако треба искључити одређене чланове да би се задовољио виши циљ то ће бити и урађено.

ЛИТЕРАТУРА

- Faruqee, H. (2004). *Measuring the Trade Effects of EMU*. IMF. Working Paper.
- Gandolfo, G. (2004). *Elements of International Economics*. Berlin: Die Deutsche Bibliothek.
- Koreatas, P. G., & Vlamis, P. (2010). The Greek Crisis: Causes and Implications. *Panoeconomicus*, 4, 391–404. DOI: 10.2298/PAN1004391K
- Ковачевић, Р. (2010). *Међународне финансије*. Београд: Центар за издавачку делатност.
- Krugman, R. P. i Obsfeld, M. (2009). *Међународна економија теорија и политика*. Београд: Data Status..
- Миљковић, Д. (2008). *Међународне финансије*. Београд: Центар за издавачку делатност.
- Salvatore, D. (2009). *Међународна економија*. Београд: Центар за издавачку делатност.
- Shadler, S. (2004). *Charting a Course Toward Successful Euro Adoption*. Finance & Development. IMF. Working paper.
- World economic outlook. (2011). Tensions from the Two – Speed Recovery Unemployment, Commodities and Capital Flows. IMF.

Коришћени сајтови:

www.imf.org
www.ecb.int
epp.eurostat.ec.europa.eu
www.tradingeconomics.com

CAUSES OF THE EURO-ZONE CRISIS

Summary

The Economic and Monetary Union (EMU) and its currency, the euro, are going through the worst crisis since its establishment in 1999. High public debts reported by some Member States have been recognized as the main cause of the crisis. However, the crisis is largely the result of accumulated problems that the EMU encountered throughout its existence. For this reason, an analysis of the current situation should be viewed in the context of the necessary requirements that should have been met when the EMU was formed. The biggest drawback of joining a monetary union is the inability of nominal adjustment over monetary policy and the exchange rate. When a country enters into a currency union, monetary sovereignty is lost and only one other instrument of interventionism remains available – fiscal policy. However, since one of the main priorities of the EMU is price stability and low inflation, it automatically imposes severe restrictions on the fiscal stabilization policy. Since the fundamental standpoint of the EMU is that excessive budget deficit is the principal cause of inflation, particular attention is given to the stability of public finances. These restrictions are imposed primarily through the so-called Maastricht convergence criteria, which state that budget deficit must not exceed 3% of the GDP (only as much as fits the expenditure of public investment) and public debt must not exceed 60% of the GDP. However, the imperfections of the currency area left its members to struggle on their own against economic problems in national economies, which partly led to the creation of the budget deficit and accumulation of public debt. Likewise, during the establishment of the EMU and even in its later existence, there were significant violations of the Maastricht rules in certain Member States, particularly in terms of public debt and budget deficit. Currently, there are five countries identified as candidates having significant problems with the amount of public debt and its repayment. These are Portugal, Ireland, Italy, Greece, and Spain (PIIGS). The emergence of the global economic crisis only accelerated the problems with public debt, which would have occurred only at a later period had the global crisis not escalated. In fact, we are witnessing rather radical measures taken by some countries, including budget deficit reduction and tax increase, which are causing increased unemployment and a new recession. This is referred to as a real adjustment, which should eventually improve their competitiveness, generate new export revenue, and ultimately lead to a reduction of public debt. However, the problem with this approach is that it is highly uncertain how much time should pass to achieve the ultimate goal – reduce public debt. Europe is trying to help by providing financial assistance, but that cannot last indefinitely and the assistance eventually has to be repaid. The current measures some countries enacted to reduce the budget deficit would be a good starting point because in this way public finances could be consolidated. Another possibility, which is currently not being considered but remains possible, would be to leave the EMU and the euro and to revert to the local currency. The reversion to national currencies would allow what is much needed for the PIIGS countries – the nominal exchange rate depreciation, which could lead to an increase in exports and income.