

Stefan Stojkov¹

Emilija Beker Pucar²

Olgica Glavaški³

UDC 338.124.4(100)

339.923:061.1(4)

Originalan naučni rad

Primljen: 4. 1. 2022.

Prihvaćen: 24. 1. 2022.

MAKROEKONOMSKO PRILAGOĐAVANJE POD UTICAJEM EKSTERNIH ŠOKOVA: SLUČAJ PERIFERIJE EVROZONE I ČLANICA EFTA⁴

APSTRAKT: U okolnostima globalnih ekonomskih kriza i pratećih eksternih šokova, makromehanizmi prilagođavanja između zemalja razlikuju se u odnosu na prihvaćeni okvir monetarne politike. Ovo istraživanje ima za cilj da ukaže na razliku između članica evrozone (EZ) koje žrtvuju monetarni suverenitet i članica EFTA (Evropsko udruženje slobodne trgovine) koje odbacuju produbljivanje nivoa ekonomske integritisanosti, i shodno tome, žrtvovanje monetarne suverenosti. Period istraživanja je 2001K1–2021K1 uz obuhvat dva najsnažnija, skorašnja eksterna šoka – veliku recesiju iz 2008. godine i pandemijsku krizu iz 2020. godine. Empirijski nalazi su bazirani na oceni panel VAR modela za zemlje članice EFTA i periferne članice EZ. Rezultati ocene modela otkrivaju uticaj dva tipa eksternih šokova, šok tekućeg računa (trgovinski šok) i kapitalnog računa (finansijski šok), na varijacije bruto domaćeg proizvoda i nominalnog deviznog kursa. Nalazi potvrđuju da monetarna autonomija predstavlja štit pod naletom eksternih trgovin-

¹ Doktorand, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu; stefan-stojkov023@hotmail.com

² Vanredni profesor, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu; emilija.beker.pucar@ef.uns.ac.rs

³ Docent, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu; olgica.glavaski@ef.uns.ac.rs

⁴ Istraživanje je finansirao Pokrajinski sekretarijat za visoko obrazovanje i nauku AP Vojvodine, Republika Srbija. Naziv projekta: Koordinacija ekonomskih politika u funkciji evropskih integracija.

skih i finansijskih šokova, dok ranjive članice monetarne unije pate od značajnih i prolongiranih kontrakcija autputa.

KLJUČNE REČI: globalna kriza, eksterni šokovi, mehanizmi prilagođavanja, evrozona (EZ), Evropsko udruženje slobodne trgovine (EFTA).

JEL: E52, E58, F33, F45.

Uvod

Ekonomska integracija evropskih ekonomija započela je nakon Drugog svetskog rata potpisivanjem Pariskog ugovora 1950. godine i Rimskog ugovora 1957. godine. Tokom narednih decenija, Evropska zajednica se razvijala od zone slobodne trgovine, preko carinske unije (1968. godine), zajedničkog tržišta (1987. godine), sve do najvišeg nivoa ekonomske integracije, tj. monetarne unije zaključivanjem Ugovora iz Mاستrihta (1993. godine). Međutim, kao protivteža ovim tendencijama, neke evropske zemlje nisu bile voljne da prodube nivo ekonomske integracije sa drugim evropskim ekonomijama više od zone slobodne trgovine. Ove zemlje su Stokholmskim sporazumom (1960. godine) formirale Evropsku zonu slobodne trgovine (EFTA). Međutim, broj članica EFTA počeo je da opada kako su se zemlje članice pridruživale Evropskoj zajednici, kasnije Evropskoj uniji (EU), pošto su neke promenile stav prema daljoj ekonomskoj integraciji. Trenutno se EFTA sastoji od četiri evropske ekonomije: Švajcarske, Norveške, Islanda i Lihtenštajna. EU, ranije Evropska zajednica, sastoji se od 27 država članica, od kojih su 19 država članice Evropske monetarne unije (EMU) ili takozvane evrozone (EZ).

Cilj ovog istraživanja je da ispita sličnosti i razlike između dve grupe evropskih ekonomija: onih koje su zadržale svoj monetarni suverenitet (članice EFTA) i onih koje su ga odrekle (članice EZ), u odnosu na njihovu osetljivost na spoljne šokove u krizi. Glavnu razliku između ove dve grupe predstavlja činjenica da monetarna autonomija funkcioniše pod pretpostavkom da se svi monetarni instrumenti mogu koristiti kontraciklično da bi se izdržali spoljni šokovi. Članice EFTA bi, dakle, mogle da iskoriste svoju suverenu monetarnu politiku, uključujući poli-

tiku deviznog kursa, da stabilizuju svoje ekonomije pod uticajem svake krize. Međutim, članice EZ nisu u mogućnosti da to učine budući da su odustale od monetarne autonomije koja predstavlja važan instrument ili štiti protiv eksternih šokova.

Ovo istraživanje se bavi privredama Švajcarske, Norveške i Islanda, kao predstavnica zemalja EFTA, i privredama najugroženijih članica EZ, tzv. periferije EZ (Grčka, Portugal, Španija, Island). Uzeli smo u obzir periferiju EZ, umesto cele EZ, jer ova grupa zemalja (poznata pod akronimom PIIGS) predstavlja članice EZ koje su najviše stradale od gubitka svog monetarnog suvereniteta. Cilj ovog istraživanja je da ukaže na razliku između mehanizama prilagođavanja dve grupe evropskih zemalja, pod uticajem spoljnotrgovinskih i finansijskih šokova kao pratećih efekata svetske ekonomske krize u periodu 2001K1–2021K1. Pošto su VAR modeli najpogodniji za ispitivanje prenosa šoka, autori su primenili panel VAR model kako bi napravili razliku između EFTA i periferije EZ i registrovali razliku u prenosu šoka na njihove ekonomske aktivnosti i valute. Eksterni šokovi podrazumevaju udar na tekuće prihode (trgovinu) i udar na kapital (finansije). Uticaj eksternog šoka na varijacije bruto domaćeg proizvoda (BDP), kao i nominalnog efektivnog kursa (NEER), praćen je preko funkcija impulsnog odziva procesenjenih panel VAR modela.

Sve u svemu, cilj ovog istraživanja je da ukaže na gubitke koje su pretrpele članice EZ, posebno najugroženije članice (periferija EZ), za razliku od evropskih zemalja koje su odlučile da ne produbljaju svoju ekonomsku integraciju (članice EFTA). Monetarni suverenitet članica EFTA funkcioniše pod pretpostavkom da njihove valute fluktuiraju kontraciklično da bi izdržale uticaj eksternih šokova. Sasvim suprotna situacija važi za periferiju EZ, pošto one više nemaju svoje nacionalne valute. Struktura rada je sledeća: posle uvodnog odeljka, prvi deo rada se bavi pregledom evropskih monetarnih i deviznih aranžmana, a zatim sledi deskriptivna analiza mehanizama prilagođavanja periferije EZ prema članicama EFTA (odeljak 2). Odeljak 3 sadrži metodološki okvir: model, najvažnije nalaze i diskusiju. Na kraju, odeljak 4 sadrži zaključne napomene ovog istraživanja.

1. Monetarni i kursni režimi u Evropi

Iz evropske perspektive, čini se da je teorija iz dva ugla validna, imajući u vidu dominaciju rigidnih režima deviznog kursa (Aizenman, Chinn & Hiro, 2013). Drugim rečima, devetnaest država članica EU nalazi se u monetarnoj uniji, dve države su primenile režim valutnog odbora, a samo jedna je sprovela evroizaciju. S druge strane, fleksibilni režim se primenjuje u deset zemalja. Najmanje su zastupljeni srednji režimi, koje sprovode samo tri evropske ekonomije (Međunarodni monetarni fond, 2020). Međutim, treba imati u vidu da će šest od deset zemalja sa fleksibilnim režimom i dve od tri zemlje sa *soft peg* režimima (između fiksnog i fleksibilnog) postati članice EZ u bliskoj budućnosti. Dakle, izgledno je da će se teorija dva ugla u Evropi i dalje primenjivati, uz dominaciju rigidnih režima i slobodno kretanje kapitala (Bakker, 2018).

Svi oblici rigidnih kursnih režima podrazumevaju i žrtvovanje monetarnog suvereniteta. Rigidni režimi deviznog kursa koji se porede u smislu rastuće fleksibilnosti jesu zvanična dolarizacija ili evroizacija, monetarna unija i valutni odbor. Za razliku od zvanične dolarizacije ili evroizacije ili valutnog odbora, koji su pretežno iznuđena rešenja (visoka inflacija ili hiperinflacija, hronična makronestabilnost ili politička nestabilnost), monetarna unija je pažljivo osmišljeno rešenje koje podrazumeva procenu koristi i troškova pristupanja valutnoj zoni. Zemlje učesnice prihvataju zajedničku valutu, odričući se svojih nacionalnih valuta, monetarne politike i politike deviznog kursa (Dabrovski, 2019). Te ekonomije nisu ekonomski nestabilne ili pod rizikom, stoga je uticaj odricanja od monetarnog suvereniteta defakto ogroman. Čvršća komercijalna i finansijska integracija između zemalja i veća mobilnost faktora proizvodnje mogu da učine da šteta od gubitka monetarnog suvereniteta bude što manja, a prednosti pridruživanja valutnoj uniji veće (Beker Pucar & Glavaški, 2020). Ako su zemlje članice monetarne unije usko povezane, a ključni makroindikator se podudaraju (stopa inflacije, indikatori javnih finansija, kamatna stopa, kurs), onda je opravdano da imaju istu valutu. Većini članica takve unije će odgovarati jedinstvena centralna banka i monetarna politika, jer što su privrede sličnije i povezane, to će biti manje pojava asimetričnih šokova.

Najpoznatija monetarna unija je EZ, koja predstavlja završnu fazu ekonomske integracije evropskih ekonomija koja se neprekidno produbljivala od kraja Drugog svetskog rata. EZ trenutno čini 19 zemalja: Nemačka, Francuska, Italija, Belgija, Holandija, Luksemburg, Irska, Portugalija, Španija, Grčka, Austrija, Finska, Slovenija, Kipar, Malta, Slovačka, Estonija, Litvanija i Letonija. Međutim, EZ nije područje optimalne valute (OCA), pošto plate nisu dovoljno fleksibilne, mobilnost radne snage nije dovoljna, a zajednički rad na ispunjenju političkih kriterijuma u pogledu fiskalnih transfera, homogenih preferencija i solidarnosti do sada nije dao zadovoljavajuće rezultate (Rose, 2008; Furutter, 2012; Baldwin & Giavazzi, 2016). U isto vreme, članice EZ su heterogene, uprkos tome što su prolazile kroz proces konvergencije pre pristupanja EZ. Sa takvim heterogenim članstvom, Evropska centralna banka (ECB) vodi anticikličnu politiku za jednu grupu članica (uglavnom centralne države) i procikličnu politiku za drugu grupu članica (uglavnom periferiju) (Bonatti & Fracasso, 2017; De Grauwe, 2018; Franks et al., 2018).

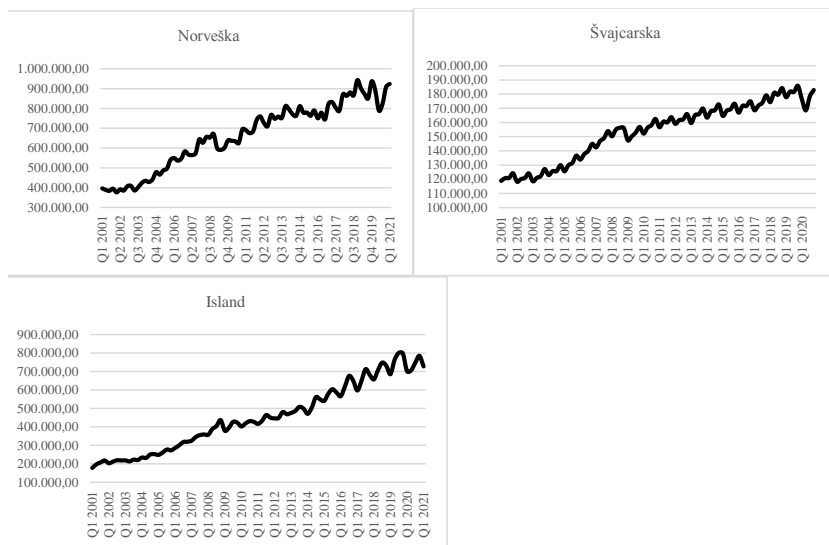
Članice EFTA, tj. Švajcarska, Norveška i Island, zadržale su svoj monetarni suverenitet. Ono što je zajedničko ovim članicama EFTA jeste to što održavaju delikatan i dinamičan balans između integracije (sa članicama EU) i očuvanja sopstvene autonomije (Damen, 2020). Ove ekonomije primenjuju fleksibilni režim deviznog kursa sa monetarnim okvirom koji cilja na inflaciju (MMF, 2020). Izuzetak je Lihtenštajn, mikrodržava koja koristi švajcarski franak kao zakonsko sredstvo plaćanja. Ovo je, zajedno sa nedostatkom visokofrekventnih podataka za ovu mikrodržavu, razlog za isključenje Lihtenštajna iz empirijske analize.

2. Deskriptivna analiza: Zemlje periferije EZ nasuprot zemljama EFTA

Donedavno, najvažniji spoljni udar na ekonomiju bila je velika recesija iz 2008. godine. U poslednje vreme, kriza izazvana pandemijom koronavirusa prouzrokovala je jedan od najgorih ekonomskih šokova čije se posledice prenose na celokupnu globalnu ekonomiju. Negativni spoljni šokovi, kao što su velika recesija i pandemija iz 2020. godine, proizvode visoku nestabilnost i mogu dovesti do trajnijih perioda slabijeg ekonomskog rasta, veće nezaposlenosti, pada realnih prihoda i rasta

siromaštva (Rodriguez Canfranc, 2020; Greenwood & Burton, 2020; Beljić & Glavaški, 2021). Međutim, kontrakcije u realnoj ekonomiji i njeno trajanje usko su povezani sa monetarnim okvirom – bilo da su zemlje monetarno suverene ili zavisne od nadnacionalne monetarne vlasti (kao u monetarnoj uniji). Pod uticajem eksternih šokova, žrtve koje su podnele članice monetarne unije dolaze do izražaja (Edwards, 2006). Njihov oporavak, usled kriznih okolnosti, otežan je i produžen u nedostatku instrumenata suverene monetarne politike. U ovom istraživanju vrši se poređenje između najugroženijeg dela EZ – perifernih država EZ (Grčka, Portugal, Španija, Italija, Irska) i evropskih zemalja koje nisu članice EU i koje su zadržale monetarni suverenitet – država EFTA (Švajcarska, Norveška, Island). Ovo empirijsko istraživanje obuhvata period od 2001K1–2021K1, od kada je Grčka pristupila EZ 2001. godine, dok su poslednji dostupni kvartalni podaci 2021K1.

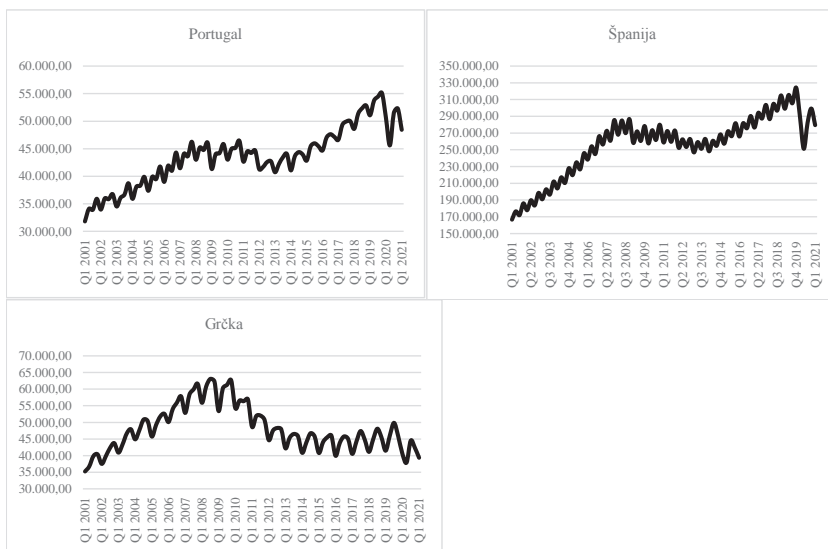
Jedna od najvažnijih razlika između periferije EZ i članica EFTA jesu mehanizmi prilagođavanja pod uticajem globalne krize. Globalna kriza proizvodi efekat preliivanja na nacionalne ekonomije kroz eksterne šokove i iznenadne preokrete u platnom bilansu (spoljna neravnoteža). Spoljnotrgovinski šok se ogleda u deficitu tekućeg računa, a eksterno finansijski šok u deficitu kapitalnog računa. Obe vrste šokova, osim spoljašnje neravnoteže, prelivaju se u kontrakcije outputa (unutrašnja neravnoteža). Međutim, postavlja se pitanje koliko su ozbiljne posledice kontrakcije outputa (da li su blage ili teške, odnosno da li su privremene ili trajne). Na slici 1 prikazan je BDP kao mera ekonomske aktivnosti za članice EFTA u periodu 2001–2021. Norveška, Švajcarska i Island, uprkos padu BDP-a tokom velike recesije i pandemijske krize 2020. godine, generalno prate trend rasta svojih ekonomskih aktivnosti (EFTA, 2021).

Slika 1: BDP (nominalni, u USD) EFTA zemalja od 2001. do 2021. godine

Izvor: Autori prema kvartalnim podacima MMF-a.

U poređenju sa zemljama EFTA, u kojima je zabeležen privremeni pad proizvodnje, u perifernim zemljama EZ zabeležen je trajni pad ove varijable (Slika 2). Ovaj zaključak se u najvećoj meri pripisuje uticaju velike recesije, jer efekti pandemijske krize 2020. tek treba da se sumiraju. U Portugalu i Španiji zabeleženi su produžena stagnacija i veoma spor ekonomski oporavak koji se završio još jednim naglim padom BDP-a usled pandemije. U uzorku perifernih zemalja EZ, u Grčkoj je ekonomsko stanje najteže, jer se privreda ove zemlje nikada nije oporavila još od velike recesije i dužničke krize koja je usledila (Stanišić, 2012; Bartlett i Prica, 2016; Ehmer, 2017; Onaran, 2018).

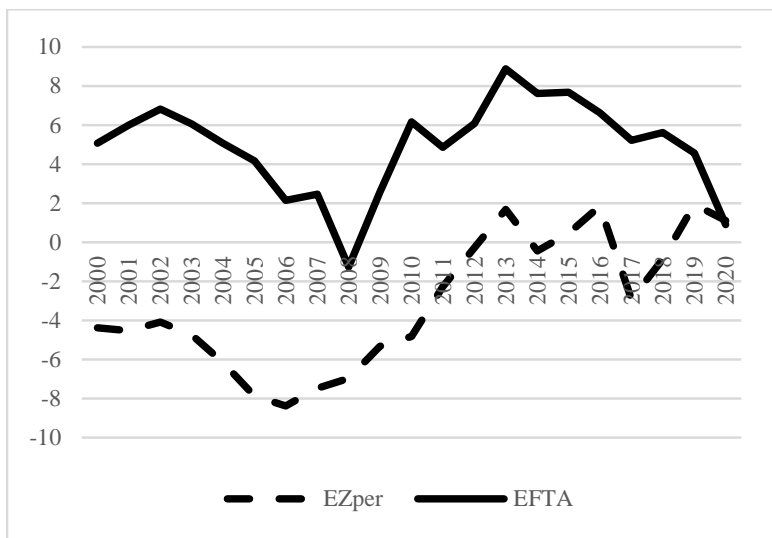
Slika 2: BDP periferije EZ u periodu od 2001. do 2021.



Izvor: Autori prema kvartalnim podacima MMF-a.

Slika 3 prikazuje očiglednu razliku u pogledu spoljnog bilansa članica EFTA u odnosu na periferiju EZ. Osim privremenog pogoršanja tokom velike recesije i tokom pandemije, članice EFTA uglavnom ostvaruju pozitivan (viškovni) bilans svojih tekućih računa. Nasuprot tome, u perifernim zemljama EZ beleži se deficit tekućih računa, sa značima prilagođavanja u postkriznom periodu (Baldvin & Giavazzi, 2016; Pierluigi & Sondermann, 2018).

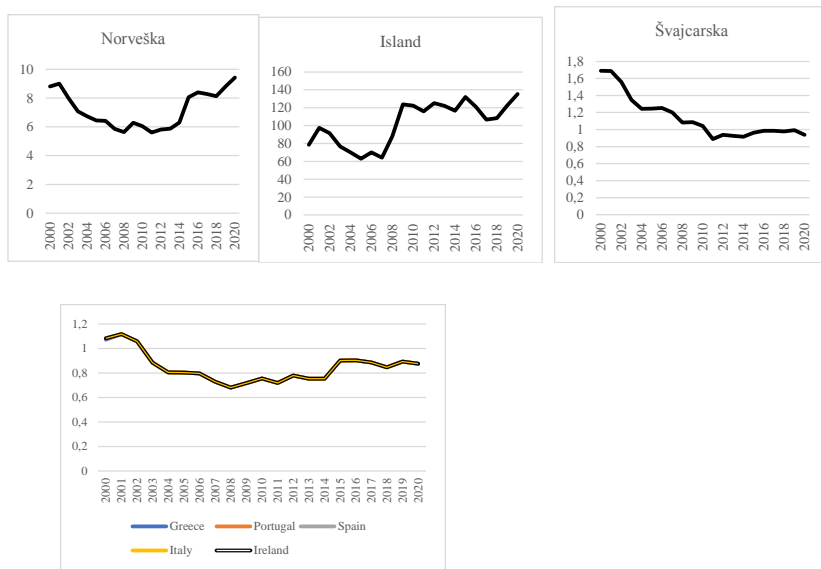
Slika 3: Prosečno stanje tekućih računa (% BDP) u članicama EFTA i u perifernim zemljama EZ u periodu od 2000. do 2020.



Izvor: Pregled autora prema godišnjim podacima OECD-a.

Najveći problemi periferije EZ jesu odsustvo suverene monetarne politike, kao i politike deviznog kursa u kriznim okolnostima. Depresijacija valute (mehanizam prilagođavanja promene rashoda) i relaksiranija monetarna politika možda bi mogle da pomognu realnoj privredi u ovim zemljama, kao i njihovoj spoljnoj poziciji. Osim toga, pokazalo se da su nadnacionalne mere ECB za njih prociklične, a kontraciklične za centralne države EZ (Micossi, 2015; Vortmann & Stahl, 2016; Botta, Tippet & Onaran, 2018). Nominalni kurs (evro) zajednički je za sve članice EZ i ne može se prilagođavati nacionalnim (kontracikličnim) interesima svih njenih članica (Slika 4).

Slika 4: Nominalni kurs evra prema američkom dolaru u perifernim zemljama EZ i članicama EFTA u periodu od 2000. do 2020.



Izvor: Pregled autora prema godišnjim podacima OECD-a.

Na Slici 4 prikazane su varijacije nominalnog kursa u celoj EZ i u zemljama EFTA u periodu 2000–2020. Za razliku od zemalja EZ, članice EFTA su, zahvaljujući svom monetarnom suverenitetu, imale koristi od većih varijacija nominalnog kursa. Njihove valute mogu slobodno da gube ili dobijaju na vrednosti kako bi delovale kontraciklično, što ih štiti od spoljašnjih udara (Ghosh, Kureshi & Tsangarides, 2014; Josifidis, Allegret & Beker Pucar, 2014).

3. Metodološki okvir

3.1 Panel VAR model

Uzorak evropskih ekonomija čine dva panela: jedan čine članice EFTA (Švajcarska, Norveška i Island), a drugi periferija EZ (Grčka, Portugal, Španija, Italija i Irska). Lihtenštajn je izostavljen iz uzorka EFTA

zbog toga što za ovu mikrodržavu nema podataka u bazama podataka Svetske banke, MMF-a, OECD-a, ni Evrostata, pošto se u njoj koristi švajcarski franak kao zakonsko sredstvo plaćanja. Sve varijable su u kvartalnoj frekvenciji, dobijene iz Međunarodne finansijske statistike MMF-a za posmatrani period 2001K1–2021K1. Pošto je Grčka pristupila EZ 2001. godine, u istraživanju je uzeta ova godina kao početna, a kao završna godina uzeta je 2021 –poslednja za koju trenutno postoje dostupni kvartalni podaci. Empirijsko istraživanje obuhvatilo je sledeće varijable: (i) neto tekući račun, isključujući transfere, u američkim dolarima; (ii) neto kapitalni račun, isključujući rezerve, u američkim dolarima; (iii) nominalni BDP, bez desezoniranja, u nacionalnoj valuti; (iv) nominalni efektivni kurs (NEER), indeks.

Panel VAR tehnike su upotrebljene kako bi se dobile funkcije impulsnog odziva (IRF) za otkrivanje različitih kanala prenosa spoljašnjih šokova u analiziranom uzorku EFTA i periferije EZ (Cannova i Ciccarelli, 2013; Lesuisse, 2019). Tokom protekle decenije, zavisnost poprečnog preseka u podacima makropanela pobuđuje veliku pažnju u novijoj literaturi o vremenskim serijama panela (Eberhardt, 2009). Prvi korak je bio da se ispituju varijabilna i rezidualna zavisnost poprečnog preseka u makropanelu pomoću Pesaran testa zavisnosti poprečnog preseka (De Hoyos & Sarafidis, 2006). Za varijable gde je prihvaćena nulta hipoteza o nezavisnosti poprečnog preseka, primenjen je test jediničnog korena prve generacije Maddala i Vu panela. U slučajevima kada je nulta zavisnost odbačena, primenjen je test jediničnog korena druge generacije Pesaranovog panela (Pesaran, 2003). NEER i GDP su nestacionarne varijable, pošto je prihvaćena nulta hipoteza o prisustvu jediničnog korena. Varijable tekućeg računa i kapitalnog računa stacionarne su varijable pošto se nulta hipoteza odbacuje. Dakle, panel VAR model uključuje prve razlike nestacionarnih varijabli, dok stacionarne varijable ulaze u panel VAR model u nivoima.

Panel VAR se procenjuje korišćenjem paketa *Abrigo* i *Love* (2015) preko *Stata15* softvera. Prema proceduri *Love* i *Zicchino* (2006) i *Love* i *Abrigo* (2015), primenjena je srednja razlika napred ili ortogonalna devijacija (Helmertov postupak). Sve varijable u modelu transformišu se u odstupanjima od unapred srednjih vrednosti kako bi se uklonili fiksni efekti (Arellano & Bover, 1995). Ova procedura dozvoljava ko-

rišćenje zaostalih regresora kao instrumenata, dok se koeficijenti procenjuju generalizovanom metodom momenata (GMM). Kako bi se odabrao optimalni poredak zaostajanja, Andrevs i Lu (2001) predložili su konzistentne kriterijume za odabir momenta i modela zasnovane na Hansenovoj (1982) J-statistici, po analogiji s uobičajenim kriterijumima za odabir modela baziranim na maksimalnoj verovatnoći, kao što su kriterijumi autora Akaike, Baiesian i Hanan-Kvin (Akaike, Baiesian & Hannan-Quinn).

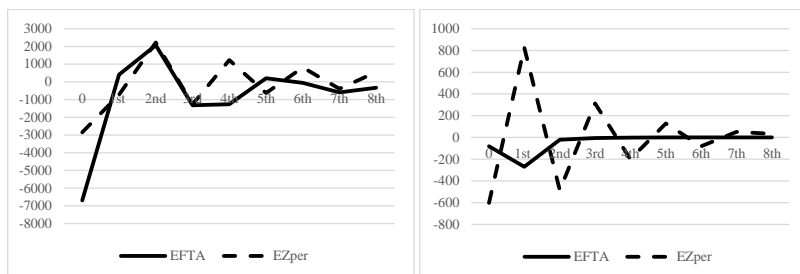
3.2 Rezultati

Izvedeni IRF podaci koriste se za praćenje prenosa šoka tekućeg računa i šoka na kapitalnom računu na varijacije BDP-a i NEER-a. Naime, spoljnotrgovinski šok se odražava na tekući račun, uglavnom u njegovom ključnom delu neto trgovine robama i uslugama. Istovremeno, eksterni finansijski šok se odražava na kapitalni račun koji obuhvata prilive i odlive eksternog kapitala (osim deviznih rezervi). Jači i duži uticaj eksternih šokova na BDP (realnu ekonomiju) pokazuje veću osetljivost ovih privreda, kao i skup mehanizam prilagođavanja praćen gubitkom proizvodnje i zaposlenosti. Istovremeno, relativno jači i duži uticaj eksternih šokova na NEER ukazuje na veću varijabilnost nominalnog kursa koji predstavlja štit protiv eksternih šokova i implicira blaži uticaj šokova na realnu ekonomiju.

Uticaj spoljnotrgovinskih i finansijskih šokova na varijacije BDP-a, tokom osam kvartala, prikazan je na Slici 5. Usled negativnog spoljnotrgovinskog šoka (pogoršanja stanja tekućeg računa), dolazi do naglog pada BDP-a članica EFTA. Međutim, ove zemlje su se oporavile i stabilizovale posle petog kvartala (Slika 5, levo). U slučaju periferije EZ, uticaj spoljnotrgovinskog šoka na varijacije BDP-a blaži je, ali je produžen na osam kvartala. Ako posmatramo uticaj eksternog finansijskog šoka, odnosno nagli odliv eksternog kapitala (Slika 5, desno), periferija EZ je više pogođena, s obzirom na nagli pad privrednih aktivnosti i destabilizaciju proizvodnje do sedmog kvartala. Padovi u proizvodnji u članicama EFTA, kao reakcija na eksterni finansijski šok, relativno su mali, a proizvodnja se već u drugom kvartalu stabilizovala. Kako poka-

zuje empirijska analiza, ekonomske aktivnosti članica EFTA mnogo više pogađaju spoljnotrgovinski udari. Članice EZ pogađaju obe vrste udara, s tim što je destabilizacija proizvodnje očigledno duža za ovu grupu evropskih ekonomija.

Slika 5: Uticaj šoka tekućeg računa (levo) i šoka kapitalnog računa (desno) na BDP tokom osam kvartala, IRF



Izvor: Analiza autora.

Usled spoljnotrgovinskog šoka, nominalni kurs članica EFTA depresira, što predstavlja kontraciklični efekat pod neposrednim uticajem udara. Prociklični efekat NEER-a evidentan je u slučaju periferije EZ pošto nominalni kurs evra u početku raste, uz relativno slabu depresijaciju evra od prvog do osmog kvartala. Nominalni kurs evra je zajednički za celu EZ, a njegove fluktuacije ne mogu biti kontraciklične za sve (inače heterogene) zemlje članice. Što se tiče periferije EZ, rezultati pokazuju da kretanje nominalnog (uobičajenog) kursa evra ne može da služi kao štit protiv spoljnotrgovinskih šokova. Što se tiče spoljnog finansijskog šoka, situacija je još nepovoljnija jer nominalni kurs evra raste i deluje prociklično za najosetljiviji deo EZ. Nominalni efektivni kurs za članice EFTA depresira do četvrtog kvartala, što predstavlja kontraciklični efekat tokom jedne godine nakon pojave šoka.

4. Zaključna razmatranja

U poslednje vreme, globalna ekonomija je pretrpela dosada neviđene eksterne udare s efektima preliivanja na nacionalne ekonomije, tj. velikom recesijom i pandemijskom krizom 2020. godine. Transmisioni efekti trgovinskih i finansijskih eksternih šokova razlikuju se, između ostalog, i zbog usvojenih monetarnih okvira. Kako bi što detaljnije ispitati ovu temu, u ovom istraživanju su obuhvaćene dve različite grupe zemalja. Zemlje članice EFTA donele su odluku da ne produbljuju svoje ekonomske integracije sa drugim evropskim zemljama, pre svega sa zemljama članicama EU. Ove zemlje (Švajcarska, Norveška, Island i Lihtenštajn) zadržale su svoj ekonomski suverenitet, tj. trgovinsku, monetarnu i fiskalnu politiku. Članice EU, s druge strane, odrekle su se svoje suverene trgovinske politike. Devetnaest članica EU odreklo se i monetarne autonomije – te države čine evrozonu (EZ). Međutim, EZ se nije pokazala kao optimalno valutno područje zbog heterogenosti svojih članica. Upravo zbog te heterogenosti, te nedovoljne fleksibilnosti plata i cena, političke solidarnosti, kao i mobilnosti radne snage, monetarne mere ECB nekompatibilne su sa najnestabilnijim delom EZ – periferijom EZ.

U fokusu ovog istraživanja je razlika u mehanizmima makroprilagođavanja između evropskih ekonomija koje su zadržale svoj monetarni suverenitet (države EFTA) i onih koje su ga se odrekle (periferija EZ). Glavne razlike između ove dve grupe jesu mehanizmi prilagođavanja u krizi i pod uticajem eksternih šokova. Članice monetarne unije moraju koristiti restriktivne mehanizme prilagođavanja koji utiču na realnu ekonomiju i čije su posledice veći i trajniji gubici u proizvodnji, kao i povećanje nezaposlenosti. Nije moguće koristiti depresijaciju nominalnog kursa kako bi se poboljšala konkurentnost i izbegao znatniji pad proizvodnje. Shodno tome, zemlje EFTA su imale koristi od fleksibilnog režima deviznog kursa kao zaštite protiv eksternih šokova.

Panel VAR model je upotrebljen kako bi se istakla razlika između ove dve grupe u periodu 2001K1–2021K1. Šok tekućeg računa se koristi kao zamena za spoljnotrgovinski šok, dok se šok na kapitalnom računu koristi kao zamena za eksterni finansijski šok. Prenos ovih ek-

sternih šokova na varijacije BDP-a i NEER beleži se posebno za države EFTA (Švajcarska, Norveška, Island) i posebno za periferiju EZ (Grčka, Španija, Portugal, Italija, Irska). Rezultati panel VAR procene pokazuju da destabilizacija proizvodnje duže traje u državama periferije EZ pod uticajem oba tipa šoka. Takođe, države EFTA su pod uticajem oba tipa eksternih šokova imale koristi od NEER amortizacije NEER-a kao automatskog stabilizatora, za razliku od periferije EZ. Pokazalo se da su varijacije NEER-a prociklične u slučaju periferije EZ i kontraciklične u slučaju država EFTA.

Dakle, treba imati u vidu da zemlje koje se odreknu monetarne autonomije snose veće posledice pod uticajem eksternih šokova. Ovo treba uzeti u obzir prilikom odlučivanja da li će neka država pristupiti monetarnoj uniji. Ove implikacije mogu biti važne za razmatranje za kreatora politika evropskih ekonomija koje su u procesu približavanja EU, kao i EZ. Usled globalne ekonomske krize, uvećavaju se oportunitetni troškovi odricanja od ekonomske autonomije, posebno monetarne. Dalja istraživanja bi trebalo da obuhvate detaljniju analizu konkretnih zemalja unutar EFTA i periferije EZ, budući da je heterogenost karakteristika i ovih grupa. U tu svrhu bi mogla biti zanimljiva tradicionalna analiza vremenskih serija, ali i procena heterogenih i nestacionarnih panela (*mean group* estimatori) kako bi se dobile heterogene procene koeficijenta za svaku zemlju sa (poželjno) koeficijentom prilagođavanja ka ravnoteži.

Literatura

- Aizenman, J., Chinn M. D., & Hiro, I. (2013). The 'impossible trinity' hypothesis in an era of global imbalances: measurement and testing. *Review of International Economics*, 21(3), 447–458. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2071311>
- Andrews, D. W. K., & Lu, B. (2001). Consistent model and moment selection procedures for GMM estimation with application to dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 101, 123–164. doi: 10.1016/S0304-4076(00)00077-4
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error components model. *Journal of Econometrics*, 68, 29–51. doi: 10.1016/0304-4076(94)01642-D
- Baldwin, R., & Giavazzi, F. (2016). *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*. London, UK: CEPR Press.
- Bakker, B. B. (2017). Exchange rate regimes in emerging Europe. 5th Regional Meeting of Governors, Umag, March 30–31.
- Bartlett, W., & Prica, I. (2016). Interdependence between Core and Peripheries of the European Economy: Secular Stagnation and Growth in the Western Balkans. The London School of Economics and Political Science, Working Paper No. 1104/2016.
- Beker Pucar, E., & Glavaški, O. (2020). *Ekonomija Evropske unije*. Ekonomski fakultet u Subotici, ISBN 978.86-7223-391-6.
- Beljić, M., & Glavaški, O. (2021). Effectiveness of Bail-out Mechanism in the Eurozone: Global vs. Pandemic Crisis. *Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici*, 57(45), 79–95. <https://doi.org/10.5937/AnEkSub2145079B>
- Bonatti, L., & Francasso, A. (2017). Addressing the Core-Periphery Imbalances in Europe: Resource Misallocation and Expansionary Fiscal Policies. Econ-Pol, working paper no. 06/2017.
- Botta, A., Tippet, B., & Onaran, O. (2018) Core-Periphery Divergence and Secular Stagnation in the Eurozone – Macroeconomic Evidence and Policy Proposals beyond Conventional Monetary Policy. Foundation for European Progressive Studies, Policy Paper June 2018.
- Canova, F., & Ciccarelli, M. (2013). Panel vector autoregressive models – a survey. ECB working paper no. 1507.
- Časni, Č. Č., Dumičić, K., & Tica, J. (2016). The panel VAR approach to modelling the housing wealth effect: Evidence from selected European post-transition economies. *Our Economy*, 62, 23–32. <https://doi.org/10.1515/ngoe-2016-0021>