



**XXVI Интернационални научни скуп  
Стратегијски менаџмент и системи подршке одлучивању у  
стратегичком менаџменту**

21. мај 2021, Суботица, Република Србија

**Марина Бељић**

Економски факултет у Суботици,  
Универзитет у Новом Саду  
Нови Сад, Србија  
marinabeljic.ef@gmail.com

**Олгица Главашки**

Економски факултет у Суботици,  
Универзитет у Новом Саду  
Нови Сад, Србија  
olgica.glavaski@ef.uns.ac.rs

## **КРИЗЕ У ЕВРОЗОНИ: ФИСКАЛНИ ЕФЕКТИ И BAIL-OUTS**

**Апстракт:** Овај рад анализира главне тачке рањивости и одговоре креатора економске политике у Еврозони током глобалне и пандемијске кризе. У кризним околностима, погоршање фискалних позиција подразумева да је владина интервенција пожељна, упућујући на активирање механизма спасавања (bail-outs). Међутим, пре избијања глобалне кризе, економије Еврозоне су усвојиле клаузулу о некоришћењу механизма спасавања у оквиру „новог немогућег тројства“, избегавајући поделу ризика у Еврозони. Трансформација глобалне финансијске кризе у дужничку кризу проузроковала је напуштање клаузуле о некоришћењу bail-out-a. Ово истраживање се заснива на дескриптивној статистичкој анализи која користи доступне податке у вези са фискалним ефектима и програмима спасавања у периоду 2008-2020. године у одабраним економијама Еврозоне. Поређење трансмисионих ефеката са глобалне на пандемијску кризу показује да је потребна брза примена bail-out програма и да фискални ефекти програма спасавања указују на смањење буџетског дефицита, док су супротни фискални ефекти испољени у односу на јавни дуг (сем у случају Ирске). У ширем контексту, јачање фискалног оквира економија Еврозоне и координација дефинисањем наднационалних фискалних правила остају суштина јаче Еврозоне, јер у супротном би сваки будући екстерни шок додатно погоршао (не)одрживост Еврозоне.

**Кључне речи:** Кризе, Економије Еврозоне, Фискални ефекти, Bail-outs.

## **EUROZONE CRISIS: FISCAL EFFECTS AND BAIL-OUTS**

**Abstract:** This paper analyses main vulnerability points and answers of policy makers in the Eurozone during global and pandemic crisis. In the circumstances of crisis, worsening of fiscal positions means that government intervention is desirable, indicating activation of bail-out mechanisms. However, before the outbreak of the global crisis, Eurozone economies had adopted clause on non-use of the bail-out mechanism as a part of the „new impossible trinity“, avoiding risk-sharing in the Eurozone. Transformation of global financial crisis into a public debt crisis caused abandonment of no bail-out clause. This research is based on descriptive statistical analysis using available data in relation to fiscal effects and bail-out programs in the period 2008-2020 in the selected Eurozone economies. Comparison of transmission effects from global to pandemic crisis shows that quick implementation of bail-out programs is required, and that fiscal effects of bail-out programs indicate budget deficit reduction, while fiscal effects are opposite in relation to public debt (except in the case of Ireland). In a broader context, strengthening the fiscal framework of the Eurozone economies and coordination by defining supranational fiscal rules remain the essence of a stronger Eurozone, otherwise, each future external shock will further aggravate the Eurozone (un)sustainability.

**Key words:** Crisis, Eurozone economies, Fiscal effects, Bail-outs.

## 1. УВОД

Искуства из глобалне кризе указују да у кризним околностима *laissez-faire* правила у економијама нису довољна, те да је одговор креатора економске политике пожељан. Један од инструмената државне (или наднационалне) интервенције представља *bail-out* механизам који се користи са циљем пружања финансијске помоћи и заштите финансијског система земаља које би иначе биле на ивици банкрота. Једна од кључних тачка рањивости у Еврозони је управо (не)могућност примене *bail-out* програма, што је повезано са питањем „новог немогућег тројства“. Наиме, „ново немогуће тројство“ се односи на комбинацију фискалног суверенитета, са монетарном унијом (независном монетарном политиком) и клаузулом о некоришћењу *bail-out* механизма, чиме се избегава подела ризика у Еврозони. Трансформација глобалне финансијске кризе у дужничку кризу проузроковала је напуштање клаузуле о некоришћењу *bail-out*-а. Циљ овог рада је да испита фискалне ефекте након примене програма спасавања, пре свега у периоду након светске финансијске кризе 2008. године, а потом и за пандемијску кризу из 2020. године. Истраживање се заснива на дескриптивној статистичкој анализи користећи доступне податке у вези са фискалним ефектима и програмима спасавања у периоду 2008-2020. године у одабраним економијама Еврозоне.

Криза 2008. започела је на хипотекарном тржишту, стварањем финансијског балона који није имао покриће, што је довело до колапса кредитног тржишта. Финансијски сектор је таргетиран као кривац избијања кризе, која се даље прелила на реални сектор. Банке су биле суочене са кризом несолвентности, а финансијска криза је трансформисана у кризу јавног дуга у периферним економијама Еврозоне. Фискални ефекти након примене механизма спасавања огледају се у резултатима у контексту постигнутог нивоа фискалног дефицита и јавног дуга у земљама које су на кризу из 2008. године одговориле пакетима помоћи. *Bail-out* је финансиран како из националних буџета, тако и из фондова ЕУ, а усмерен је ка економијама периферије Еврозоне (Португалија, Ирска, Грчка, Шпаније и Кипар). Домет механизма је био различит, као и врста и временски период његове употребе. Програми спасавања укључивали су болне реформе, што је приморало државе да се одрекну својих дугорочних циљева.

Криза изазвана пандемијом Ковид-19 веома се разликује од претходне кризе. Ефекти здравствене кризе су се брзо прелили на економску сферу, стварајући истовремене контракције и на страни понуде и потражње. У тренутним склоностима, креатори економске политике приморани су да интервенишу више него икад раније. Праћење фискалних ефеката, у контексту раста јавног дуга и фискалног дефицита током пандемијске кризе представља кључни, али и ограничавајући параметар за примену нових програма за спасавање економија.

Рад је организован на следећи начин: после увода следи преглед литературе, а затим трећи део у ком је објашњен проблем „новом немогућег тројства“ и *bail-out* програма. Четврти део анализира фискалне ефекте након примене механизма за спасавање после глобалне кризе и током пандемијске кризе. У закључку су изведене поуке које су креатори економских политика идентификовали након глобалне кризе, а затим применили у пандемијској кризи.

## 2. ПРЕГЛЕД ЛИТЕРАТУРЕ

Овај рад се ослања на литературу која проучава последице глобалне финансијске и пандемијске кризе. Ефекте глобалне финансијске кризе на Европску унију (ЕУ) у свом раду анализирају Ullah и Parvez Ahmed (2014) истичући снагу преливања на финансијско тржиште. Hellenier (2011) објашњава да је реакција ЕУ - повлачење зајмова европских банака са финансијског тржишта покушај ублажавања последица кризе, али повлачење новца у форми *bail-out*-а није „бесплатан ручак“ за креаторе економских политика, јер као што тврди Lucas (2019) подразумева озбиљан финансијски терет за будуће пореске обвезнике. У раду Weber (2015) се објашњава комплексност дужничке кризе Еврозоне, указујући да није реч само о кризи јавног дуга, него о симултаним кризама раста, кризи тржишта рада, кризи платног биланса, уз кризу јавног дуга. Schunknecht, Moutot, Rother и Stark (2011) проучавају покушаје ублажавања последица криза, а фискални федерализам ЕУ виде као потенцијално решење за будуће кризе, док Glancross (2013) указује да би формирање банкарске уније било потенцијално решење. Овај рад се бави природом кризе Ковид-19, при чему Didier, Huneus, Larrain и Schmukler (2020) наводе егзогени здравствени шок као извор кризе. Попут Wilkes (2020), они проучавају утицај егзогеног шока на глобалну рецесију, односно испитују његову тежину и износе претпоставке о облику рецесије. Elenev, Landvoigt и Van Nieuwerburgh (2020) проучавају краткорочне и дугорочне ефекте спроведених *bail-out* програма у односу на потенцијалне алтернативне програме и долазе до закључка да су програми спасавања у пандемијској кризи утицали на избегавање великог броја банкротстава, колапс финансијског система, али да су макроекономске последице незанемарљиве. Са друге стране, Hryckiewicz, Kryg и Tsomocos (2020) применом модела финансијске крхкости долазе до закључка да се *bail-out* програми не могу сматрати оптималним у банкарском сектору.

Фокус у овом раду односи се на литературу која се бави ефикасношћу механизма спасавања. Schunknecht, Moutot, Rother и Stark (2011) упућују на оправданост коришћења механизма спасавања у земљама ПИГС-а (Португалија, Ирска, Грчка и Шпанија), као решења за необуздане јавне финансије и растући јавни дуг. Иницијално је и Италија припадала овој групи економија, што је анализирано у раду Talani (2013), међутим у Италији ипак нису спроведене мере спасавања. Kickert и Ongaro (2019) предлажу решавање јавног дуга Грчке на

наднационалном нивоу. Више о програмима спасавања који се користе у Грчкој написао је Pagoulatos (2019). Овај рад расправља о ефектима примењених механизма за спасавање и политици стезања каиша која је подразумевана током примене програма. Gurnani (2016) указује на економску и финансијску ситуацију у којој се Португал налазио, као и о процесу примене механизма за спасавање, истичући ефикасност коришћеног програма. McDonagh (2017) у свом раду анализира узроке који су довели до ескалације фискалног дефицита и који су се прелили на раст јавног дуга у Ирској. Такође, рад се бави успехом примењеног механизма спасавања. Bagus, Raillo и Neira (2016) говоре о одговору државе у облику bail-out механизма у Шпанији, користећи делимични програм спасавања чија су средства била усмерена искључиво за помоћ банкарском сектору. Даље, закључују да је ефикасност програма који се користи у Шпанији упитан.

За рад је коришћена литература која се бави мерама за помоћ против тренутне пандемијске кризе. Извештај Европске комисије наглашава да је криза допринела истицању неједнакости међу чланицама ЕУ. Истраживачки рад Vatini, Lamperti, Roventini (2020) говори о брзој заједничкој реакцији Европске уније у потреби уједињења како би се криза што безболније превазишла. Beck и Prinz (2012) указују на разлоге због којих је немогуће истовремено одржавати независну монетарну политику, суверену фискалну политику и клаузулу о некоришћењу механизма спасавања. Главашки и Бекер Пуцар (2020) истичу важност јачања фискалног оквира, јачањем координације између националних и наднационалних фискалних аранжмана.

Механизми спасавања који су примењени у глобалној и пандемијској кризи у економијама Еврозоне, у овом раду су сагледани из угла кључних тачака рањивости Еврозоне, оличених у оквиру „новог немогућег тројства“. Појава новог „немогућег тројства“ објашњена је у раду Pisani-Ferri (2012), показујући основне принципе на којима је заснована Еврозона. Beck и Prinz (2012) указују на разлоге због којих је немогуће истовремено одржавати независну монетарну политику, суверену фискалну политику и клаузулу о некоришћењу механизма спасавања. Конкретно, емпиријским истраживањем постојећег тројства Canale et al. (2018) истичу аргументе у корист фискалних и монетарних реформи које ће допринети јачању монетарне уније. С друге стране, Van Riet (2015) поставља питање одрживости тренутног нивоа интеграције у ЕУ и наглашава значај фискалног федерализма за оптималну валутну зону. Допринос овог рада постојећој литератури на тему bail-out механизма је у повлачењу паралеле примењених механизма спасавања и њихових фискалних ефеката, узимајући у обзир рањивост Еврозоне из угла „новог немогућег тројства“.

### 3. „НОВО НЕМОГУЋЕ ТРОЈСТВО“ И BAIL-OUTS

Да би се разумео проблем рањивости Еврозоне, важно је сагледати принципе на којима почива Европска монетарна унија (ЕМУ). Унутар Еврозоне постоји неколико „немогућих тројстава“, од којих је једно, према Pisani-Ferri (2012), „ново немогуће тројство“: одсуство механизма за спасавање, строго монетарно нефинансирање и банкарски систем под покровитељством националних влада. Према Beck и Prinz (2012), један од три циља у оквиру „новог немогућег тројства“ (Слика 1) мора бити напуштен. Фискални суверенитет подразумева могућност да свака држава чланица Еврозоне на националном нивоу изабере ниво јавног дуга и фискалног дефицита у односу на БДП, без икаквог уплитања и рестриктивне политике других држава чланица Еврозоне. Независна монетарна политика подразумева активности на наднационалном нивоу, успостављањем ЕЦБ и ЕМУ. Клаузула о забрани спасавања осигурава да јавни дуг једне државе чланице не могу финансирати друге чланице Еврозоне које су у бољем положају, тј. не постоји обавеза спасавања држава које воде лошу фискалну политику.

Слика 1: „Ново немогуће тројство“



Извор: Аутори, на основу Beck и Prinz (2012).

Покушај превазилажења овог тројства, према Pisani-Ferri (2012) могућ је на три начина. Прво, давањем Европској централној банци (ЕЦБ) улоге зајмодавца у крајњој инстанци који ће обезбедити ликвидност финансијском сектору како би се спречио колапс. Примена овог модела изазвала би одређене потешкоће јер ЕЦБ нема формалну улогу зајмодавца у крајњој инстанци, па би потенцијално таква улога ЕЦБ директно омогућила одређеним чланицама да профитирају од њених удела, односно дошло би до појаве моралног хазарда. Други начин био би стварање фискалне уније коју би формирале националне владе земаља чланица Еврозоне.

Претходно подржавају Canale et al. (2017) који истичу да је недостатак фискалног јединства, а последично и политичке унификације основни кривац за појаву страха и панике током дужничких криза у Еврозони. Користи од успостављања фискалне уније биле би вишеструке. Управо о томе се говори у раду Van Riet (2015), који указује да оснаживање наднационалних институција омогућава очување фискалне дисциплине. Примена таквих мера наилази на одређене потешкоће, наиме успостављање нових односа - нивоа интеграције унутар ЕУ, затим неједнака расподела Еврообвезница, и на крају успостављање ex ante контроле и системи вета. Трећи начин за привремено превазилажење банкарске кризе и кризе јавног дуга био би одустајање од клаузуле о некоришћењу bail-out-a. Задржавање фискалног суверенитета уз независну монетарну политику у условима кризе, подразумевало је да централна банка неће деловати као зајмодавац у крајњем инстанци, у ком случају није било могуће поштовати клаузулу да се не користи механизмима спасавања. Управо је клаузула о забрани спасавања напуштена након глобалне кризе 2008. године, а програми спасавања су имплементирани у периоду 2011-2018. године из Европског фонда за финансијску стабилност (ЕФСФ), Европског механизма за финансијску стабилизацију (ЕФСМ) и Европског стабилизационог механизма (ЕСМ) (Слика 1) у земљама периферије Еврозоне. Међутим, спровођење ових програма значајно смањује фискални суверенитет, јер је потребна јака дисциплина уз поштовање свих прописаних правила. Прихватајући механизам за спасавање, државе прихватају и смањење фискалног суверенитета, који води у правцу јачања фискалног капацитета на нивоу читаве Еврозоне.

#### 4. АНАЛИЗА ФИСКАЛНИХ ЕФЕКТА И BAIL-OUT МЕХАНИЗМА У ПЕРИОДИМА КРИЗЕ

Глобална финансијска криза 2007-2008. одиграла се у неколико фаза. Слому је претходио масовни раст хипотекарних кредита у Сједињеним Државама, што је створило финансијски балон. Затим је вртоглави пад цена некретнина довео до пуцања финансијског балона. Због тога је дошло до колапса, тржиште је постало презасићено хартијама од вредности без икаквог покрића. Хартије од вредности са високим кредитним рејтингом више нису биле наплативе. Банке, а тиме и тржиште, више нису биле ликвидне. Дошло је до колапса целог финансијског тржишта. Како су економије повезане више него икад, проблем колапса финансијског тржишта у Сједињеним Државама постао је проблем многих економија, а посебно економија ЕУ. Домино ефекат и паника према Ullah и Parvez Ahmed (2014), осећали су се широм света на тржиштима - обвезнице, акције, зајмови. Међутим, последице кризе биле су далеко веће од тога. Иако је све почело колапсом хец фондова, а потом и највећих инвестиционих банака, криза се убрзо проширила и на реални сектор. Са жељом да се што безбедније извуку из кризе, према Hellenier (2011), европске банке су повукле кредите са међународног финансијског тржишта. Према овом потезу, кредитно тржиште је било значајно сужено, што је имало директан утицај на стагнацију увоза и извоза, као и на цене роба. Кризне околности имале су најјачи утицај на економије које су биле осетљиве и пре кризе, односно нестабилне јавне финансије. То су економије које нису могле да контролишу фискални дефицит и које су резултирале акумулираним јавним дугом.

Према Schunknecht, Moutot, Rother и Stark (2011), ЕУ је обезбедила низ мера као одговор на финансијску и економску кризу, које су настојале да ублаже последице и подрже економску активност. Мере су спроведене кроз Европски план за опоравак економије под покровитељством Тројке. Међутим, економије периферије Еврозоне (Грчка, Португалија, Ирска, Шпанија, Кипар) су посебно биле погођене дужничком кризом, уз ускраћен приступ међународном финансијском тржишту. Немогућност контроле јавних финансија била је последица и растућих трошкова сервисирања дугова, што је довело или до напуштања ЕМУ или до преговарања о програмима спасавања. Опција напуштања евра значила би повратак слабим националним валутама, што би даље отворило простор за шпекулативне нападе који би продубили већ постојећи проблем. Сходно томе, постоје оправдани разлози због којих су се земље Еврозоне одлучиле да прихвате пакете помоћи (Schunknecht et al. 2011). Да би се омогућила реализација поделе ризика међу чланицама ЕМУ, успостављени су фондови из којих су финансирани програми спасавања - ЕФСФ, ЕФСМ, ЕСМ (Mongelli, 2013). Табела 1 приказује изворе финансирања, дужину трајања, износ и земље које су примиле bail-out помоћ.

**Табела 1:** Примењени bail-out програми након глобалне кризе

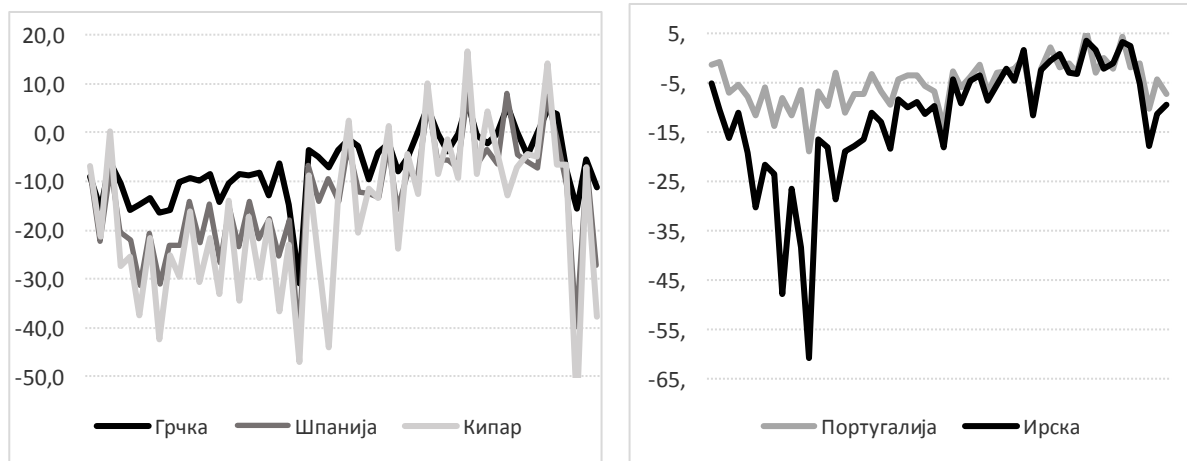
Земља	Извор финансирања	Трајање	Износ
Грчка	ЕФСФ, ЕФСМ, ЕСМ, ММФ	2011-2019	256 милијарде евра
Португал	ЕФСФ, ЕФСМ, ММФ	2011-2014	78 милијарде евра
Ирска	ЕФСФ, ЕФСМ	2010-2013	85 милијарде евра
Шпанија	ЕСМ	2012-2013	41,3 милијарде евра
Кипар	ЕСМ	2013-2016	6,2 милијарде евра

Извор: Главашки и Бекер Пуцар (2020).

Криза јавног дуга која је погодила Грчку 2010. према Kickert and Ongaro (2019) није могла бити решена на националном нивоу. Чак и пре избијања кризе, Грчка је имала ниво јавног дуга који је премашио дозвољени праг од 60% БДП-а (Уговор из Мастрихта), па се после удара суочила са задужењем које ју је довело готово до банкрота. Безизлазна ситуација изнудила је помоћ из иностранства. На страни помагача, поред ММФ-а, била је

и ЕЦБ. На тај начин започела је примена првог од укупно три програма спасавања у којима је Грчка учествовала (у периоду од 2011-2019). Према Pagoulatos (2019), прихватање прве финансијске помоћи подразумевало је и оштре и строге фискалне мере. Политика стезања каиша за крајњи циљ била је општи раст економске активности и подизање грчке економије. Треће спасавање је било најуспешније у поређењу са претходна два. Фискални дефицит је стављен под контролу, посткризни дефицит од 15% БДП-а у 2019, претворен у суфицит од 1,1% БДП-а у 2018. (Слика 2). Међутим, дошло је до погоршања стања акумулираног јавног дуга што је наставило тренд раста (са 142,8% БДП-а у 2010. години) и достигла чак 181,1% БДП-а (у 2018. години), односно преко 200% БДП-а у 2020. години (Слика 3).

**Слика 2:** Фискални ефекти bail-out-а: удео фискалног дефицита у БДП у периоду 2008q1-2020q4



Извор: ауторски приказ.

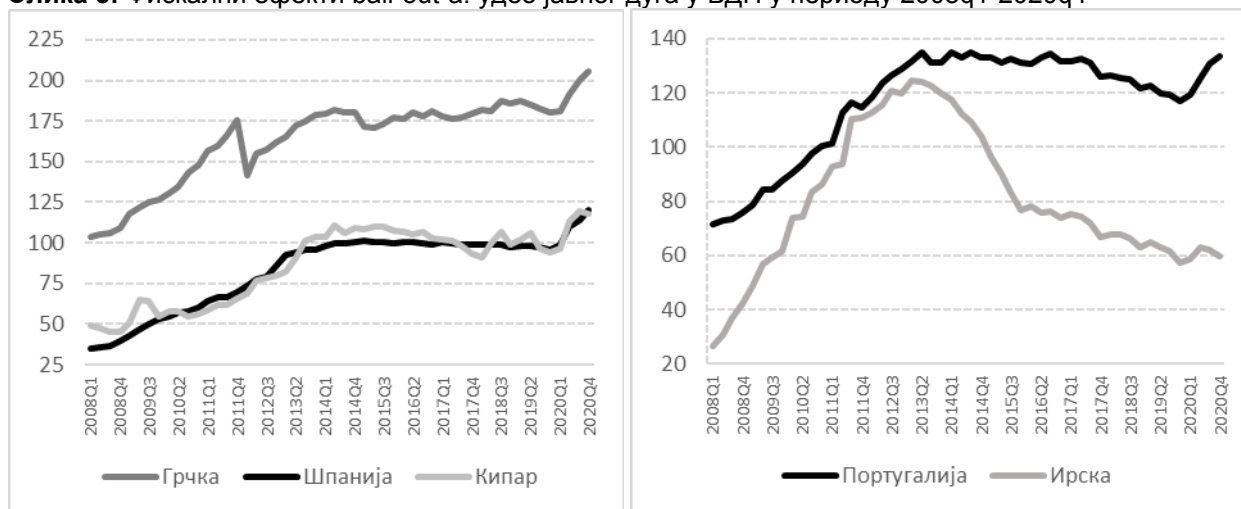
Португалија се, попут Грчке, суочила са лошом економском и финансијском ситуацијом. Тако погођена, обратила се ММФ-у за помоћ. Португалија је у поступак спасавања ушла 2011. године који је водио до 2014. године. Обим финансијске помоћи пружене Португалији готово је четири пута мањи од средстава пружених Грчкој (78 милијарди евра). Програм се састојао од фискалне консолидације, фискалне стабилности и структурне трансформације (Gurmani, 2016). Краткорочно гледано, проблем фискалног дефицита успешно је отклоњен, смањен је са 9,2% БДП-а (2010. године) на 3% БДП-а (2013. године), а Португал је 2018. створио суфицит од 0,5% БДП-а. Краткорочно, Португалија је забележила негативне последице прилагођавања, уместо пада јавног дуга забележен је његов убрзани раст и забележене су високе стопе незапослености. Међутим, дугорочно је у првом реду спречен банкрот, што је побољшало кредибилитет и углед који су изузетно важни за пословање на тржишту капитала. Значајне структурне реформе омогућиле су побољшање макроекономске слике, конкурентности и економских перформанси. Међутим, као и код Грчке, механизам спасавања оставио је негативне последице на јавни дуг, који је порастао са 93% БДП-а у 2010. на 121,5% БДП-а у 2018. години.

Колапс светског финансијског тржишта прелио се и на Ирску, што је делимично последица непостојања јединственог банкарског система у Еврозони. Да би се позабавила неликвидношћу, па чак и несолвентношћу банака, ирска влада понудила је ограничене гаранције за све банкарске депозите и старе дугове. Ирска влада у својој стабилизацији економије и финансија била је вођена филозофијом од „суштинског значаја“, уместо „to big to fail“ (McDonagh, 2017), што је убрзо довело до ескалације прво фискалног дефицита, а затим и огромног раст јавног дуга. Средства потребна за регрутовање на првој линији премашила су капацитете националне владе. Због тога је Ирска пристала на програм спасавања (други по величини, који износи 85 милијарди евра), који се одвијао у девет епизода прилагођавања и трајао од 2010-2013. Према Kickert и Ongaro (2019), програм је допринео стабилизацији јавних финансија, што се види у смањењу енормног дефицита из 2010. године, који је износио 32,1% БДП-а, на 0,5% БДП-а у 2018 (Слика 2). Такође, за разлику од других земаља које су учествовале у програмима спасавања, Ирска није имала негативне последице на јавни дуг, који је успешно смањен са 96,2% БДП-а у 2010. на 64,8% БДП-а у 2018. години (Слика 3).

Проблеми шпанске економије углавном су били последица кризе на тржишту некретнина. Криза је проузроковала нестабилност у банкарском сектору, у комбинацији са падом економске активности и падом државних прихода, значајне последице су се осетиле и у јавним финансијама. У тренутку када је јавни дуг порастао на 100% БДП-а, било је јасно да шпанска влада не може сама да се избори са кризом и затражила је помоћ од ЕУ и ЕЦБ. За разлику од других земаља, Шпанија је применила делимични програм спасавања, који је подразумевао финансијске ињекције само за банкарски систем. У програму је учествовала годину дана од 2012-2013. године, а у том периоду је добила помоћ од 41,3 милијарде евра. Успех механизма за спасавање према Vagus, Raïllo и Neira (2014) је под знаком питања. Међутим, фискални дефицит је успешно доведен у дозвољене границе, са 11% БДП-а (2009.) на 2,5% БДП-а (2018). Утицај на јавни дуг сличан је утицају Грчке и Португалије, примена пакета помоћи довела је до повећања јавног дуга уместо његовог смањења, са 20,1% БДП-а (2010. године) на чак 97,1% БДП-а (2018. године).

Дужничка криза у Кипру је била изузетно комплекса, резултирајући продубљењем фискалног дефицита на 5.7 % БДП-а у 2012. години. Кипар је из фонда ЕСМ повукао 6,28 милијарде евра, што је резултирало у смањењу фискалног дефицита и прелазак у суфицит од 1,5% БДП у 2019. години. Међутим, величина акумулираног јавног дуга је пораста са 65,9% БДП-а на 94% БДП-а у 2019. години.

**Слика 3: Фискални ефекти bail-out-а: удео јавног дуга у БДП у периоду 2008q1-2020q4**



Извор: ауторски приказ.

Криза изазвана пандемијом Ковид-19 веома се разликује од претходних криза, јер је индукована здравственом кризом. На самом почетку пандемијске кризе, због природе појаве, односно егзогеног шока, како објашњава Wilkes (2020), многи економисти и политичари делили су оптимистичан став. Предвиђали су да ће криза имати облик „V“ и да ће доћи до наглог пада економске активности, који ће бити краткотрајан, а да ће потом уследити још бржи повратак на ниво пре кризе. Из данашње перспективе, нешто више од годину дана од почетка кризе, многи истраживачи и економисти више не деле тај оптимизам, штавише, очекивања су више него забрињавајућа. У односу на даљи ток кризе и неопходност „закључавања“, према Didier, Huneeus, Larrain и Schmukler (2020), криза би могла имати облик „L“. У тренутним склоностима, креатори економске политике приморани су да интервенишу више него икад раније.

Учинак кризе Ковид-19, према извештају Европске комисије, истакао је неједнакости између чланица ЕУ. У зависности од величине економије и припремљености јавних финансија, стања здравственог система, као и зависности економија од тренутно најугроженијих сектора (туризам, угоститељство), огледа се тежина ситуације са којом се суочавају државе. Насупрот дужничкој кризи, када су кораци у правцу примене bail-out механизма били спори и несигурни, у случају пандемијске кризе унутар ЕУ је уследио релативно брз и снажан заједнички одговор на кризу Ковид-19. Према Batini, Lamperti, Roventini (2020), Европска комисија је обезбедила скоро 4% БДП-а (широм ЕУ), што износи 540 милијарди евра за подршку економијама погођеним кризом. Пакет помоћи подељен је у три сегмента: (1) пакет прве помоћи односи се на подршку здравственом систему и укључује све трошкове оријентисане на здравље, а њихово финансирање обезбеђује се кроз ЕСМ (240 милијарди евра); (2) други пакет помоћи намењен је подршци компанијама, са посебним фокусом на мала и средња предузећа (МСП); (3) најновији пакет помоћи усмерен је на борбу против незапослености, обезбеђујући средства за заштиту радника и њихових радних места. На основу искуства из глобалне фискалне кризе, ЕУ је активирала општу клаузулу која дозвољава прелажење прага од 3% БДП-а за фискални дефицит.

**Табела 2: Одговор фискалне политике на пандемијску кризу**

Земља	Непосредни фискални импулс <sup>а</sup>	Одлагање <sup>б</sup>	Ликвидност/ Гаранције <sup>с</sup>
Грчка	3,1% (€5,9 милијарде)	1,2% (€2.3 милијарде)	2,1% (€4 милијарде)
Белгија	1,4% (€3,1 милијарде)	4,8% (€13 милијарде)	21,9% (€50 милијарде)
Француска	5,1% (€124 милијарде)	8,7% (€210 милијарде)	14,2% (€342 милијарде)
Холандија	3,7% (€29,7 милијарде)	7,9% (€64 милијарде)	3,4% (€26,6 милијарде)
Португал	2,5% (€5,2 милијарде)	11,1% (€23.3 милијарде)	5,5% (€11,7 милијарде)
Немачка	8,3% (€284,4 милијарде)	7,3% (€251 милијарде)	24,3% (€832,1 милијарде)
Италија	3,4% (€61,3 милијарде)	13,2% (€235.3 милијарде)	32,1% (€571 милијарде)
Шпанија	4,3% (€53,8 милијарде)	0,4% (€5.3 милијарде)	12,2% (€151,2 милијарде)

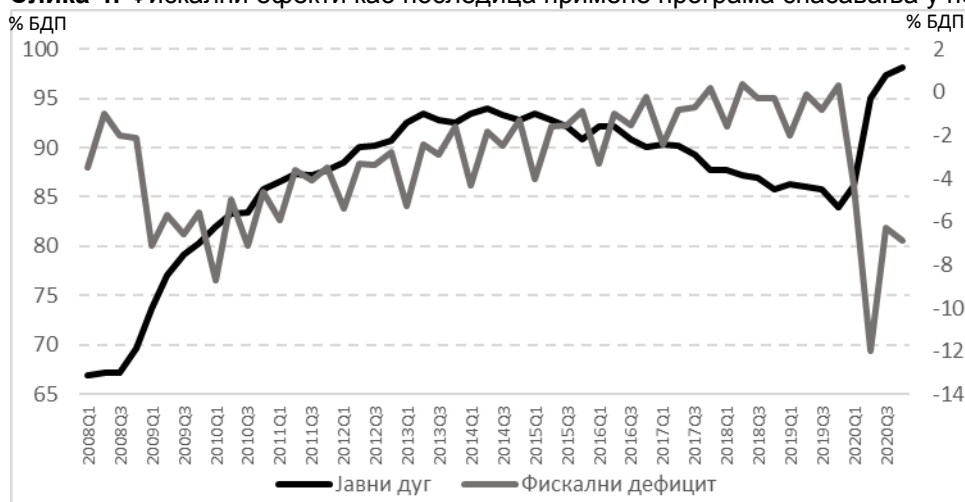
<sup>а, б, с</sup> Фискални одговор представља проценат БДП-а из 2019.

Извор: <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/#portugal>, 2012.

Националне владе такође су брзо одговориле на кризу Ковид-19 фискалним мерама за подршку својим економијама. Грчки подстицај кроз промену фискалне политике износио је пре свега 5,8 милијарди евра, а односи се на повећање буџетске потрошње и на застој у наплаћивању одређених пореза. Грчка је одлучила да одложи одређене порезе (ПДВ) и доприносе, растеређујући тако економију за 2,3 милијарде евра. Да би

помогла у одржавању ликвидности привреде путем гаранција, Грчка је издвојила 2,1% свог БДП-а за 2019. годину, што је 4 милијарде евра. Португалија је позајмила сличан износ као Грчка (5,2 милијарде евра) за тренутни одговор на кризу, помажући како компанијама, тако и становништву. За одложено плаћање, порезе и зајмове, Португал је издвојио скоро 10 пута више од Грчке (23,3 милијарде евра). Шпанска експанзивна политика била је издашнија од претходне две чланице. Шпанска влада издвојила је 4,3% БДП-а у 2019. години, што представља 53,8 милијарди евра директне помоћи привреди. За мораторијум на доприносе, одложена пореска дуговања, третман пореза на доходак, ПДВ издвојено је 5,3 милијарде евра. Највећа средства (151,2 милијарде евра) обезбеђена су кроз гарантне шеме, које економији пружају ликвидност. Холандија је одлучила да економији пружи највећу помоћ одлагањем пореза, одлагањем плаћања пореза на добит, пореза на доходак грађана, пореза на додату вредност (64 милијарде евра) за шест месеци. Од свих посматраних земаља, Белгија је и апсолутно и релативно издвојила најмање средстава за директну фискалну помоћ привреди (3,1 милијарда евра, односно 1,4% БДП-а у 2019. години). Међутим, белгијска влада гарантује 50 милијарди евра (што је 21,9% БДП-а у 2019. години) за нове додатне кредите са максималним роком отплате од 12 месеци. Француска влада је такође одлучила да помогне економији кроз различите врсте гарантних шема и за њих је прикупљено 342 милијарде евра (што је 2,5 пута мање од оног што је Немачка издвојила). Помоћ у облику одложених пореза, кредитни мораторијум износи 210 милијарди евра, што је приближно износ који је Немачка издвојила за одложено плаћање пореза на додату вредност, пореза на добит, пореза на зараде, пореза на доходак и доприноса (251 милијарда евра).

**Слика 4: Фискални ефекти као последица примене програма спасавања у периоду 2008q1-2020q4**



Извор: аутори, на основу кварталних података преузетих са Eurostat-а (2021).

Иако је анализа показала да су све земље које су учествовале у bail-out програмима након глобалне кризе стабилизовале јавне финансије у контексту фискалног дефицита/суфицита, док је јавни дуг наставио да расте сем у случају Ирске, криза изазвана пандемијом је поново отворила питање фискалне (не)одрживости у економија Еврозоне. Наиме, слике 2 и 3 указују да је претходно саниран фискални дефицит у земљама периферије поново ескалирао у 2020. години, достигавши 11,2, 15,9, 10,7, 7,4 и 2% БДП-а у Грчкој, Шпанији, Кипру, Португалији и Ирској респективно, док су достигнуте енормне вредности јавног дуга у вредности од 205,6, 120, 118,2, 133,6, 59,6 % БДП-а респективно, у четвртом кварталу 2020. године. Наведено указује да је само Ирска задржала повољне фискалне показатеље, док су земље периферије Еврозоне поново посебно изложене удару пандемијске кризе. Међутим, слика 4 упућује да пандемијска криза није преливена у највећој мери на земље периферије као у случају глобалне кризе, него да је посредни заједнички проблем Еврозоне, с обзиром на оштро продубљење просечног фискалног дефицита Еврозоне у другом кварталу 2020. године и екстремном расту просечног јавног дуга током 2020. године. Заједнички проблем захтева заједничко решење, које је потребно тражити у оквиру „новог немогућег тројства“.

## 6. ЗАКЉУЧАК

Кључне тачке рањивости у Еврозони могу бити представљене путем „новог немогућег тројства“ које подразумева монетарну унију, уз фискални суверенитет и клаузулу о некоришћењу механизма спасавања. Утврђени углови „новог немогућег тројства“ обезбеђивали су избегавање дељења ризика у Еврозони, све до глобалне кризе и њене трансформације у дужничку кризу, када се од једног од „идеала“ морало одустати. Напуштање клаузуле о некоришћењу bail-out-а резултирало је у пакетима помоћи најугроженијим земљама, а анализирани фискални ефекти указују да је bail-out механизам ефикасан у смањењу буџетског дефицита за све посматране економије периферије Еврозоне које су примале bail-out (Грчка, Португалија, Ирска, Шпанија и Кипар), али да за све њих, сем Ирске, негативно утиче на јавни дуг. На основу стеченог искуства из глобалне

кризе, у случају пандемијске кризе су владине мере фискалне подршке спроведене рано када су економије ушле у пандемијску кризу, док је у случају глобалне кризе био потребан дужи временски период до имплементације првих мера. Међутим, фискални ефекти указују да је током 2020. године забележен екстремни раст просечног јавног дуга Еврозоне и оштар пад просечног фискалног дефицита, упозоравајући на поновну трансформацију кризе у дужничку кризу. Како је реч о заједничком проблему Еврозоне, решење треба тражити у оквиру саме асиметричне архитектуре Еврозоне, тачније у оквиру „новог немогућег тројства“. Решење може бити потпуно одустајање од клаузуле о некоришћењу bail-out механизма, или напуштање националне фискалне суверености. У сваком решењу, јачање фискалног капацитета економија Еврозоне дефинисањем супранационалних фискалних правила остаје суштина јаче Еврозоне, али и Европске уније.

## РЕФЕРЕНЦЕ

- Bagus P., Rallo J., & Neira M. (2016). Bail-in or bail-out: The case of Spain. Universidad Rey Juan Carlos, [https://www.researchgate.net/publication/271510788\\_Bail-in\\_or\\_Bail-out\\_The\\_Case\\_of\\_Spain](https://www.researchgate.net/publication/271510788_Bail-in_or_Bail-out_The_Case_of_Spain).
- Batini N., Lamperti F., & Roventini A. (2020). Reducing risk while sharing it: A fiscal recipe for the EU at the time of COVID-19. International Monetary Fund, WP/20/181.
- Beck H., & Prinz A. (2012). The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity. *Intereconomics*, 47, 39-43. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10272-012-0404-0>
- Canale R., De Grauwe P., Foresti P., & Napolitano O. (2018). Is there a Trade-Off between Free Capital Mobility, Financial Stability and Fiscal Policy Flexibility in the EMU. *Review of World Economics*, 154(1), 177-201. DOI: 10.1007/s10290-017-0302-4
- Elenev V., Landvoigt T., & Van Nieuwerburgh, S. (2020). Can the Covid Bailouts Save the Economy? National Bureau Of Economic Research Working paper series No. 27207.
- European Commission. (2020). *Communication from the Commission to the Council on the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0123&from=EN>
- Didier T., Huneus F., Larrain M., & Schmukler S. (2020). Financing Firms in Hibernation during the COVID-19 Pandemic. World Bank Group 9236.
- European Commission. (2020). *Communication from the Commission to the Council - One Year since the Outbreak of COVID-19: Fiscal policy response*.
- European Commission. (2020). *Communication from the Commission to the Council on the Activation of the General Escape Clause of the Stability and Growth Pact*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0123&from=EN>
- Главашки, О., & Бекер Пуцар Е. (2020). Fiscal Consolidation in the EU-28: Multiyear versus cold shower episodes. *Economic horizons*, 22(1), 17-30. DOI: [10.5937/ekonhor2001017G](https://doi.org/10.5937/ekonhor2001017G)
- Glencross A. (2013). The EU Response to the Eurozone Crisis: Democratic Contestation and the New Fault Lines in European Integration. Europa-Colleg Hamburg, Institute for European Integration, Discussion Paper No. 3/13.
- Gurnani S. (2016). *The Financial Crisis in Portugal: Austerity in Perspective*. Lehigh University. <https://preserve.lib.lehigh.edu/islandora/object/preserve%3A8425504>
- Helleiner, E. (2011). Understanding the 2007-2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy. <https://www.annualreviews.org/doi/pdf/10.1146/annurev-polisci-050409-112539>
- Hryckiewicz A., Kryg N., & Tsomocos, D. P. (2020). New bank resolution mechanisms: Is it the end of the bailout era? European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 247.
- Kickert W., & Ongaro E. (2019). Influence of the EU (and the IMF) on domestic cutback management: a nine-country comparative analysis. *Public Management Review*, No. 9, 1348-1367. DOI: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/14719037.2019.1618383>
- Lucas D. (2018). Measuring the Costs of Bailouts. *Annual Review of Financial Economics*, 11: 85-108. DOI: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110217-022532>
- McDough N. (2016). How to frame a bank bailout: Lessons from Ireland during the Global financial crisis. *Przestrzeń Społeczna (Social Space)*, 12(2), 84-112.
- Mongelli F. (2013). The Mutating Euro Area crisis – is the balance between sceptics and advocates shifting. European Central Bank.



- Pagoulatos G. (2019). Greece after the bailouts. Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, Paper No. 130.
- Pisani-Ferri, J. (2012). The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. Bruegel Policy Contribution Issue 2012/01.
- Talani L. S. (2013). PIGS for Sail! The Crisis of the Eurozone and the EU Response to It. The Case of Italy. Department of European and International Studies, King's College London.
- Schuknecht L., Moutot P., Rother P., & Stark J. (2011). The Stability and Growth Pact, Crisis and Reform. European Central bank, No. 129.
- Ullah W. & Parvez Ahmed S. (2014). A review of European sovereign debt crisis: Causes and consequences. *International Journal of Business and Economics Research*, 3(2): 66-71. DOI: 10.11648/j.ijber.20140302.13
- Van Riet A. (2014). Market-Preserving Fiscal Federalism in the European Monetary Union. MPRA No. 77772.
- Weber C. (2015). The Euro Crisis. Causes and Symptoms. *Estudios Fronterizos, nueva época*, 16(32): 247-282.
- Wilkes G. (2020). Bailouts for business after coronavirus. Institute for Government UK, April 2020.