

**МАРКО Г. МАЛОВИЋ\***  
Институт економских наука  
Београд

УДК 339.7(4):338.2  
Оригиналан научни рад  
Примљен: 15.06.2017  
Одобен: 28.06.2017  
Страна: 113-122

## **КЛИНИЧКА СЛИКА КРИЗЕ У ЕВРОЗОНИ: ИМА ЛИ ОСНОВА ЗА ОПТИМИЗАМ?\***

**Сажетак:** Након кратке историје кризе у Еврозони, идентификације њеног базичног узрока и последица погрешне терапије, рад истиче индикативне симптоме хетерогености, нефункционалности и разједињености Језгра и Периферије ЕМУ. Иако масивнији федерални буџет, трезор и заједничка фискална политика нису ни политички изгледни нити практично лако изводљиви, постојећа фискална правила уз одсуство било каквих редистрибутивних трансфера и патуљаст кохезиони фонд такође не представљају ма и средњерочно одрживо стање. Међутим, непосредна опасност Еврозони прети од макроекономски незавидне констелације Италије, која је пре него ли Грчка најслабија карика монетарне уније. У раду се износи сет псеудофискалних, монетарних и финансијских политика неопходних за дугорочан опстанак ЕМУ, уз констатацију да су готово све или одлучно одбачене од стране Језгра ЕМУ или су тек/још у процесу настанка. Упркос чињеници да је монетарна експанзија донекле снизила валутни ризик (ризик деноминације), кредитни ризик и даље вреба у одсуству кредибилног зајмодавца у последњој инстанци, узајамне безбедне активе и боље координације фискалних политика у Еврозони. Премда су мале шансе да се Еврозона распадне с предумишљајем, гранични трошак оклевања расте и може се десити да финансијска паника принудних излазака из ЕМУ доведе у питање судбину заједничке европске валуте. Последњи квартал 2017., након италијанских и немачких избора, крајње је време за фундаменталну реформу Еврозоне, ако се жели сачувати њена релевантност и постојећа величина.

**Кључне речи:** Еврозона, криза, језгро ЕМУ, периферија ЕМУ, Италија, реформа

Како то у животу обично бива, када болест код млађих пацијената потраје и искомпликује се, врло је могуће да нисмо довољно добро идентификовали њене узроке и да трпимо и последице погрешне терапије. Клиничка слика кризе у Еврозони открива сличан образац. Штавише, погрешне дијагнозе и непре-

---

\* profmarkomalovic@gmail.com

\*\* Овај рад је део истраживачких активности на макропројекту 47009 (Европске интеграције и друштвено-економске промене привреде Србије на путу ка ЕУ) финансираном од стране Министарства просвете, науке и технолошког развоја Р. Србије.

цизне прогнозе оздрављења резултанта су чињенице да је *inter alia* и чланство у самој Е(М)У стицано из веома различитих побуда: једни су од ње желели само заједницу тржишта, други су у њој видели финансијску посластичарницу, трећи превасходно безбедносну унију, четврти производну заједницу с регионално равномернијим распоредом погона итд. Док је Унија била малобројна и институционално једноставније структуре, привредни проблеми су били и мањи и слабије уочљиви, али је амбициозна а каткад стихијска надоградња ове интеграције и у погледу броја све више хетерогених чланица и у погледу замршенијих институционалних веза међу њима, условила све лошију функционалност целине [Wyplosz, 2017].

Другим речима, политичка и ”вербална” интеграција драстично су испредњачиле у односу на фактичку привредну, те је данас неопходно економску унапредити до разине политичких амбиција Брисела, или политичку интеграцију и даље интегративне аспирације саобразити стварним привредним могућностима Е(М)У[Rodrik, 2017]. Обе алтернативе могу представљати седласто стабилну равнотежу, али само једна од њих подразумева и егзистенцију монетарне уније у садашњим габаритима. Еврозона, међутим, још увек не опира ни за једну док гранични трошкови оклевања убрзано расту а монетарну унију потреса својеврсна валутна криза, близаначка криза (банкарско-фискалне провенијенције) и свеколика криза политекономског (не)поверења.

## Кратка историја болести

Дуго смо слушали да је криза настала у Грчкој и сличним медитеранским чланицама Евроzone искључиво због њихове драматичне фискалне недисциплине. Иако се криза у Еврозони доиста оспољила на Периферији ЕМУ, потпомогнута одвећ бирократизованим и коруптибилним миљеом од Брисела до Атине, па и фискалном неодговорношћу, она је изворно узрокована прејаким евром и конструкционим грешкама којима је егзистенција монетарне уније хендикепирана од почетка. Јака заједничка валута привремено је прикрила веома хетерогену привредно-финансијску структуру земаља чланица и заиста омогућила сиромашнијима да се лакше и повољније задужују, али је и одсуство екстерне ценовне конкурентности Периферије изазвано увођењем евра и апсолутна ценовно-квалитативна доминација производа Језгра ЕМУ диљем Евроzone, условила неминовност платно-билансних дефицита Периферије и увоза што зајмовног што власничког капитала којим је рачуноводствени баланс све краће даха купован. Другим речима, на јаком еврџу шлепује се већ неко време технолошки посустало и инвестиционо субоптимално Језгро Евроzone, болест се само манифестује на ”епителу” али потиче изнутра.

Наратив немачког привредног чуда у стварности је одавно потиснула блеђа статистика Немачке која технолошки посустаје (и по износу улагања у истраживање&развој и по упадљивом одсуству резултата у технолошки водећим областима) и бележи анемичан привредни раст (последњих година од око 1% реално *p.a.*) већ безмало две деценије. Оно што је одржава у европском

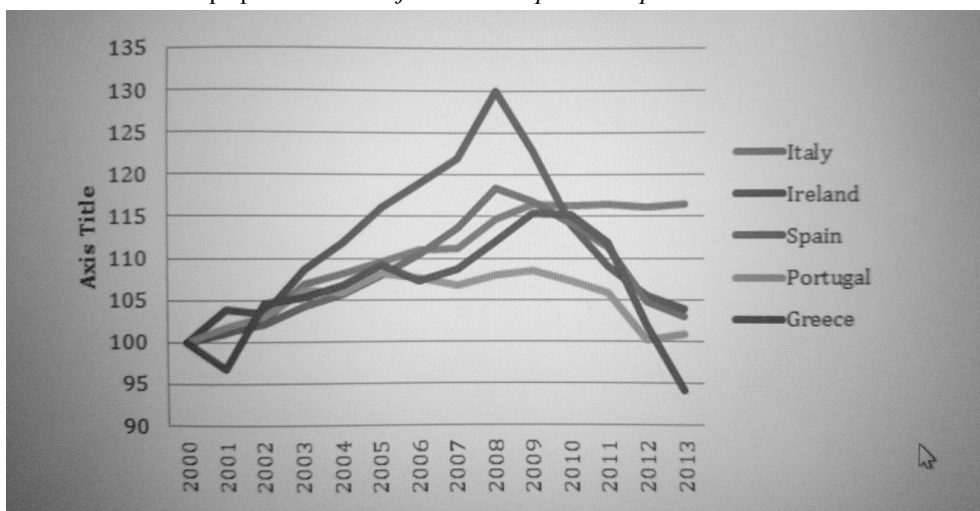
врху сем чињенице да осталима иде још много лошије, јесте још увек солидна продуктивност (рекордни трговински суфицити упркос релативно високој цени рада), фама квалитета и Е(М)У као тржишни забран за пласман првенствено производа Језгра: како које године, до 2015. 40-65% немачког извоза завршавало је у Еврпзони, а чак 80% у ЕУ и земљама кандидатима за прикључење [Malović-Marinković, 2013], [Malović, 2014]. Премда се у току последње две године ситуација понешто поправила у том смислу, Немачка сахваљујући Еврпзони и даље натпросечно извози на тржишта њене Периферије (чије су индустрије увођењем евра изгубиле трку са моћним фирмама Језгра а једновремено престале да буду довољно ценовно конкурентне ван ЕМУ). Технолошко заостајање и нарочита склероза француске привреде додатно су бременити превисоком минималном надницом и снагом радничких синдиката, мноштвом државних субвенција и ниском стопом партиципације становништва. Речју, стварање овако нефункционалне Еврпзоне улењило је и земље њеног Језгра и на средњи и дуги рок чини медвеђу услугу чак и земљама које тренутно од ње профитирају.

Дакле, краткорочна добит за земље Језгра ЕМУ лежи у слободном и девизног ризика лишеном приступу тржишту читаве Еврпзоне без плаћања било каквих фискалних дажбина било *ex ante* или *ex post*. Погрешна терапија, уколико не служи само одржавању *status-a quo*, огледа се у тврдоглавом инсистирању на свеколикој фискалној рестрикцији и хроничној конфискацији лавовског дела примарног суфицита презадужених чланица, док се од монетарне политике (притом у просеку неодлучно експанзивне) очекује да сама анимира поусталу агрегатну тражњу.

## Одабрани симптоми

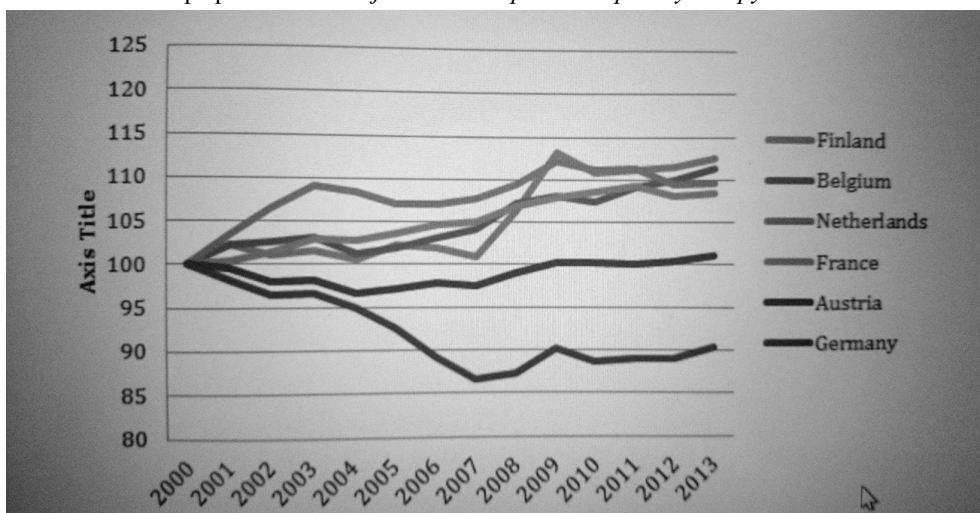
Насупрот меркантилистички схваћеном успеху уколико остваре суфицит и неуспеху уколико искажу дефицит, платно-билансни дебаланси у складном монетарној унији морају се ”пеглати” по принципу сличном Хјумовом аутоматском механизму прилагођавања из доба златног стандарда, како инфериорније сегменте Еврпзоне не би захватила привредна ганрена. Не само зато што ако производно-банкарски ефективи Језгра учествују у ресурсима и опслужују тржишта Периферије треба да партиципирају и у трошковима, асиметричним шоковима и нус-продуктима такве монетарне уније, већ и стога што је то добро са светску привреду а на средњи и дуги рок и за само Језгро ЕМУ [Malović, 2016], [Eichengreen, 2017]. Како првенствено Немачка ово одлучно одбија, терет изразито асиметричног прилагођавања постаје социјално неиздржив за кризом притиснуте чланице Еврпзоне: кад један кочи, други мора да гура за тројицу како би се заједно синхронно кретали, о чему сведочи и раскорак у динамици реалних јединичних трошкова рада узетих за апроксимацију трендова продуктивности: са графика 1 и 2 јасно се очитује неспремност Језгра ЕМУ да властитом интерном ревалвацијом помогне и награди импресивну интерну девалвацију Периферије.

График 1: Реални јединични трошкови рада ГИИПШ



Извор: Евростат

График 2: Реални јединични трошкови рада у Језгру ЕМУ



Извор: Евростат

У таквом систему, водеће чланице Еврозоне постају све већи кредитори, док земље Периферије, суочене са спорадичним застојима у приливу или масивним одливима капитала, постају све већи дужници. Након договореног свопа грчког дуга и додатног растеређења преизложених банака, банке Еврозоне плодоуживале су прву, атипичну верзију квантитативног попуштања ЕЦБ у виду средњерочних зајмова по 1% камате које су употребиле на додатну куповину дугова ГИПШ уз 6-7% приноса и имплицитну супергаранцију ЕЦБ [Malović-Marinković, 2013]. Међутим, одвећ нервозне реакције светског

финансијског тржишта на растуће дугове Периферије која у свом инструментаријуму нема утицај ни на монетарну политику нити на курс званичне монете у оптицају, проузроковале су не само осетне скокове маржи суверена у односу на немачке неризичне државне хартије, већ и потирање горе описане монетарне експанзије кроз тзв. flight to safety одлив капитала са несигурне Периферије ка додатно привилегованом Језгру ЕМУ, које поврх свега ужива и дисконт на уобичајене трошкове финансирања. Коначно, упадљив симптом неуспешности економске политике у Еврозони, чак и ако занемаримо како је економска политика у ЕМУ у извесној мери и кумовала кризи, јесте чињеница да је учешће јавног дуга у БДП скочило са 66% на почетку светске финансијске кризе на безмало 90% последњих година, да БДП Еврозоне све до лане стагнира а незапосленост не успева да се спусти испод 10%. По нама пролазно побољшање у смислу јаснијег привредног раста у првом тромесечју 2017., синергетски је ефекат недовољног али добродошлог заокрета у економској политици Језгра (већа улагања у истраживање и развој, скретање дела извоза ка Кини и САД) и повољних околности начелно транзиторног карактера (повољнији услови финансирања, боља глобална синхронизација пословних циклуса, слабљење евра). Чак и ако неке од поменутих исправних политика трајније допринесу побољшању перформанси појединих чланица, Еврозона у целини не може просперитетно преживети у оваквом институционално окошталом и асиметрично баждареном облику, уз сувише одвећ крутих правила и премало ефикасних механизма прилагођавања.

У прилог томе, пре него ли амбициозну платформу фискалног федерализма, истичемо упадљив недостатак аутоматских стабилизатора, макар псеудо-фискалних трасфера, као и недовољну мобилност радне снаге. Штавише, иако је заједничко тржиште ЕЗ проглашено још давне 1968., од теоријски промовисане четири слободе Е(М)У и дан данас нема ни целе две. Осим потпуно хетерогених тржишта радне снаге, а недовољна мобилност радне снаге по дефиницији кочи пуну слободу пружања извесног броја услуга, и европско финансијско тржиште је веома фрагментирано уз низ препрека слободном кретању капитала. Дивергенција пасивних каматних стопа на банкарске депозите, тешкоће отварања штедних рачуна у чланици у којој немате текући, драстичне разлике у процентуалној ослоњености на финасирање посредством тржишта капитала и недовршена Европска банкарска унија, само су неке од илустрација изнесене тврдње [Brosens, 2017].

Пре но што се позабавимо предлозима економске политике која би адресирала дугорочне, фундаменталне противуречности ЕМУ, сматрамо потребним да укажемо на акутну претњу која се може искомпликовати пре него ли Брисел, Берлин и Париз покрену коренитије реформе у зони евра.

### **Акутна претња: Италија**

Након највећег договорнеог банкрота у историји реструктурирања спољних дугова, те понижавајућег и недовољног трећег пакета помоћи Тројке,

Грчка се налази у позицији да је испунила скоро све ставке последњег програма опоравка, али да потребних 7 млрд.€ за намиривање поверилаца и избегавање финансијског краха не долази, овога пута због продубљених и отворених несугласица Међународног монетарног фонда и Немачке око изгледа да постојећа стратегија према Грчкој уопште уроди плодом. Стручњаци IMF заговарају дарежљивији репрограм (и у погледу развлачења обавеза кроз време и у погледу степена опроста), док се г-дин Шојбле макар до септембарског изласка на биралишта томе изричито супротставља. Иако се као лајт-мотив кризе у Еврозони већ годинама провлачи Грчка криза, а Грчка доиставећ четврти пут стоји на ивици банкрота и ексцитације из монетарне уније, она је у економском смислу одвећ мала, чак и уз ефекте финансијске заразе, да би за собом повукла и судбину запечатила читавој Еврозони.

Праву, акутну, претњу Еврозони заправо представља Италија. Реч је о привреди у којој практично од 2009. до лане нема реалног привредног раста, у којој је ниво контаминиране активе и проблематичних зајмова изузетно висок а трећа и четврта италијанска банка по величини су пред банкротом или државним искупљењем, нациоанална шема депозитног осигурања је порозна, а зависност привреде од банкарских кредита унутар ЕМУ највећа је баш у Италији (61%) [Brosens, 2017], док јавни дуг (без припадајућих квазибуџетских дефицита) у проценту од БДП већ износи 135%. Према Euromoney-евој статистици ризика земље, Италија је по први пут ризичнија од Шпаније и барабар са земљама попут Уругваја, Колумбије и Кине. Поврх свега, уочи долазећих избора, две од четири најјаче италијанске партије су изразито евроскептичне. Најзад, за разлику од Грчке, Италија нажалост није патуљаста чланица Е(М)У: реч је о трећој по величини привреди у Еврозони и другој индустријској сили у ЕУ. Стога је Италији потребно посветити посебну пажњу.

## Расплет за Еврозону – одрживо решење

Премда се чини да све интересне стране увиђају да без суштинских реформи, ЕМУ не може напред, чист фискални федерализам са заједничким централизованим буџетом, односно редистрибутивним и кохезивним фондовима озбиљног реда величине није политички изгледан а ни економски лако изводљив с обзиром на различите преференције и међусобно неповерење чланица, приличну хетерогеност привредне структуре Еврозоне и степен асиметричности шокова који је погађају [Malović, 2015]. Након стварања заједничке валуте и преласка на формулисање јединствене монетарне политике, фискалне политике остају једини инструмент посредством кога је могуће реаговати на чисто националне аспекте макроекономске констелације [Zettelmeyer, 2017]. Стога, пун фискални федерализам остаје опција у дужем року и при већем степену интегрисаности од овог постигнутог у савременој ЕМУ, или у кругу мањег броја сличнијих чланица.

У међувремену, а примењиво на Еврозону садашњег опсега, заступамо следеће:

Делимичну федерализацију дугова али из минималну или чак не већу од затечене федерализације (узајамности)<sup>1</sup> обавеза посредством неке врсте Брејди обвезница ECB до 60% износа акумулираних дугова суверена и еврозонских синтетичких обвезница ESM којима би се вршила суперсекјуритизација и препродаја ових потраживања међународним инвеститорима у износу до 40 процентних поена дуга. Брејди обвезницама био би подигнут рејтинг и смањена каматна стопа новог дуга али би свака земља остала одговорна за своје ануитете у целини. Секјуритизација кредита до 100% јавног дуга могла би се обавити уз високо квалитетну залог у виду монетарног злата, специјалних права вучења и девизних резерви изузевши евре. Дакако, ESM би се претходно морао привести својој оригиналној намени меког кредитирања кризом сапетих суверена насупрот досадашњег искупљивања неликвидних (а понекад и несолвентних) банака. Сегмент дуга који превазилази 100% БДП чланица остао би нефедерализован и субординиран претходним порцијама, али би могао бити подржан кредитима ЕИБ у складу са скрајнутом Лисабонском стратегијом, но уз нешто нижи степен кофинансирања и већу вероватноћу враћања након реструктурисања прва два стратума [Malović-Marinković, 2013]. Иако се у различитим алтернативама (од обвезница везаних за БДП до Европских стабилизационих обвезница) овакви предлози логички намећу и колају већ неколико година уназад, немачким непристајањем до данас остају *ad acta*.

Недостаје и ваљано устројена EBU са одвојеним и довољно издашним фондовима узајамног депозитног осигурања и оног намењеном санацији солвентних но неликвидних европских банака. Такође, потребна је паневропска централизација правила и контроле везаних за поступак санације и/или гашења банака. Ово је засад *ad acta* или ”на скелама” [Malović, 2013]. На концу ваљало би проширити ингеренције ЕВА и на мање регионалне банке, уколико се за њих испостави да имају крупнију директну или посредну међународну изложеност, чиме би се спречило да поједине националне банке натпросечно много зајмова у свом кредитном портфолију одобравају властитим суверенима [Ibidem], [Epstein-Rhodes, 2017].

Надаље, монетарну експанзију ECB не треба нагло прекидати, али је она у европској верзији ”квантитативном слакшавања” крња, будући да свака централна банка у оквиру ESCB по одобрењу откупљује обвезнице суверена искључиво по националном кључу, дакле разједињено чиме се шаље лоша порука финансијским тржишту и текућим или потенцијалним улагачима о међусобном неповерењу [Маловић, 2016], [Orphanides, 2017]. Најзад, скорашња екстензија фискалне теорије нивоа цена јасно показује да у ликвидносној замци (при јако ниским или чак реално негативним интересним стопама) чврста и предвидива фискална политика (дакле, не централна банка) везује инфлациона очекивања, док монетарна експанзија може имати извесне позитивне ефекте по обим привредне активности без потпиривања инфлације, чак и

<sup>1</sup> Кроз ТАРГЕТ 2 аранжман унутар ESCB имплицитна узајамност обавеза је заправо већ на делу, јер су у случају банкрота или одбацивања обавеза једне чланице (њене централне банке) за преостали неотплаћен дуг централној банци повериоцу обавезне све остале централне банке у складу са својим учешћем у оснивачком капиталу ECB [Malović-Marinković, 2013].

ако је количина убризгане ликвидности хронично веома издашна [Cochrane, 2017]. Отуд произлазе и препоруке за формулацију фискалне политике у Еврозони.

Наиме, пожељан је -кад год и колико год је то изводљиво- фискално неутралан инжењеринг јавних финансија, такав да фискални приходи и расходи нумерички остају исти, али се структура захватања и алиментирања помера у корист запошљавања и продуктивног инвестирања. Ово је у САД уобичајена пракса, али је у ЕМУ готово уопште нема [Feldstein, 2015].

За Периферију ЕМУ, додатно, залажемо се за инвестицијама наклоњену стратегију фискалне консолидације. То ће рећи да ваља допустити презадуженим чланицама смањење примарног суфицита примерице за 1-3 процентна поена (или тачније променити његову употребу) тако да се структура расхода помери у корист извозно оријентисаних инвестиција и производног запошљавања, уместо што скоро у целини одлази на доспеле каматне издатке. И овоме се, досад бар, Немачка противила.

За Језгро Еврозоне, међутим, већ пар година заговарамо привремену фискалну експанзију (у трајању које није унапред јавно орочено, како би се искључила рикардијанска еквиваленција) и форсирање јавних државних инвестиција у истраживање&развој, телекомуникације, здравство и путну инфраструктуру, нарочито у Немачкој која је лане остварила рекордни буџетски суфицит (0,8% БДП, односно 24 млрд.€). У условима овако ниских каматних стопа не постоји опасност од ефекта истискивања, институционална и економска инфраструктура Језгра је местимично итекако дотрајала, а агресивније инвестирање би краткорочно помогло платно-билансно уравнотежење на разини монетарне уније, те дугорочно подигло укупну факторску продуктивност и екстерну конкурентност читаве Еврозоне. Нажалост, Немачка и ову препоруку формално одбацује (иако је испод жита последњих година предузела извесну фискалну експанзију али кроз буџетске алинеје са скромнијим учинком по обим и квалитет физичког обима производње), а Јункеров ЕМУ фонд од пре неку годину је, чак и уз секјуритизацијом обезбеђену финансијску полуку, двоструко мањи од инвестиционог прага који би повратио макроекономску равнотежу [Malović, 2015].

## **Закључак – има ли основа за оптимизам?**

Упркос чињеници да је монетарна експанзија донекле снизила валутни ризик (ризик деноминације), кредитни ризик и даље вреба у одсуству кредибилног зајмодавца у последњој инстанци, узајамне безбедне активе и боље координације фискалних политика у Еврозони.

Еврозоном још увек одјекује дебата о одговарајућој употреби фискалних дефицита ради одржавања високог степена економске активности и пре септембарских избора у Немачкој и Италији свакако се не треба надајући охрабрујућим вестима спорад преко потребне реформе ЕМУ. Док год Немачка подржава одвећ механички приступ буџетској дисциплини, заправо расте удео



јавних дугова који ће у Еврозони или изван ње, на овај или онај начин, заправо морати да буду монетизовани [Malović-Marinković, 2013], [Honohan, 2017]. Минимално функционална интеграција по нама је увек супериорнија од дезинтеграције, али изгледа да смо сведоци синдрома робусно лошег брака, где ниједна страна није задовољна али нема довољно подстицаја да из њега изађе. Уосталом, постоје масивне и замшене правне, логистичке и финансијске баријере изласку, не постоји јасна процедура нити одрешит одговор на питање може ли чланица по напуштању Еврозоне и даље остати у ЕУ, неке користи од монетарне уније биле су неспорне и јасно квантификоване већ при њеном формирању, друге су се материјализовале успут, па је скупа узевши мало вероватан свестан и предумишљен распад ЕМУ [Aslett-Caporaso, 2017]. Могло би се, међутим, десити да Еврозона спонтано почне да се пара и ”унутрашњим крварењем” издахне док је експертски конзилијум закупљен зађевицама око исправне терапије. Срећом, са француске стране однедавно постоје иницијативе, а у реторици канцеларке Меркел индиције да би до промене курса макроекономске политике најзад можда могло доћи.

У супротном, ако је судити на основу скорашње Беле књиге Европске комисије о будућности Е(М)У, овој интеграцији највероватније следује већа&јача формализација Е(М)У у више брзина, што по саму Еврозону може лакше испасти наопако него добро...

## Литература:

1. Aslett, K.-Caporaso, J. (2016), „Breaking Up is Hard to do: Why the Eurozone will survive“, *Economies* Vol. 4, Issue 21, MDPI, Basel, CH, стр. 1-16.
2. Brosens, T. (2017), «Financial Integration in the Eurozone should not be a Tough Sell», VOX CEPR's Policy Portal, May 24th, *mimeo*.
3. Cochrane, J. (2017), „Michelson-Morley, Occam and Fisher: Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates“, 32nd Annual Conference on Macroeconomics, NBER, Cambridge, MA, 7-8 April, *mimeo*.
4. Eichengreen, B. (2017), „Is Germany Unbalanced or Unhinged?“, The Project Syndicate, May 11th, *mimeo*.
5. Epstein, R.- Rhodes, M. (2017), „European Banking Union – A Qualified Success“, у Beck, T. and Underhill. G. (eds.) *Quo Vadis? Identity, Policy and the Future of the European Union*, VoxEU.org and CEPR Press; Centre for Economic Policy Research, London, March стр. 139-144.
6. Feldstein, M. (2015), „Ending the Euro Crisis“, NBER Working Paper #20862, Cambridge, MA.
7. Honohan, P. (2017), „Restoring Trust in the Arrangements for Eurozone Intergovernmental Debt“, у Beck, T. and Underhill. G. (eds.) *Quo Vadis? Identity, Policy and the Future of the European Union*, VoxEU.org and CEPR Press; Centre for Economic Policy Research, London, March, стр. 119-125.
8. Malović, M. (2013), „Polio or Premeditated Murder: The Curious Case of the Eurozone's Banking Union“, у S. Marinkovic and S. Rochhia (eds.) *Rethinking Europe after the Economic Crisis – Lessons for the European Core and Periphery*, Faculty of Economics, University of Niš, стр. 101-124.

9. Malović, M. (2015), „The Eurozone Conundrum: Inability to discern Sunk Costs from Marginal Cost of Hesitation“, у *X.Richet et alia(eds.),New Economic Policy Reforms*, BBA&IES, Belgrade, стр.169-182.
10. Malović, M. (2016), „Međunarodno finansiranje i prekogranična ulaganja“, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
11. Malović, M.-Marinković, S. (2013), „Get Over or Game Over: The Rise and Fall of the EMU“, *Economic Themes*, Vol. 51, No. 1, стр. 59-83.
12. Orphanides, A. (2017), „The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area: Challenges at the Zero Lower Bound“, Sloan School of Management Working Paper 5197, The MIT, Cambridge, MA.
13. Rodrik, D. (2017), „How Much Europe can Europe tolerate?“, The Project Syndicate, March 14th, *mimeo*.
14. Wyplosz, C. (2017), „Patches won't do, Fiscal Federalism will“, у Beck, T. and Underhill. G. (eds.) *Quo Vadis? Identity, Policy and the Future of the European Union*, VoxEU.org and CEPR Press; Centre for Economic Policy Research, London, March, стр. 113-117.
15. Zettelmeyer, J. (2017), „A New Fiscal Governance for the Eurozone“, у Beck, T. and Underhill. G. (eds.) *Quo Vadis? Identity, Policy and the Future of the European Union*, VoxEU.org and CEPR Press; Centre for Economic Policy Research, London, March, стр.127-135.

## THE CLINICAL PICTURE OF THE EUROZONE CRISIS: WHETHER THERE ARE GROUNDS FOR OPTIMISM?

**Summary:** Following the short history of the Eurozone crisis, identification of its underlying cause and corollaries of the thus far wrong therapy, this paper points out indicative symptoms of heterogeneity, disfunctionality and disunity among the Core and Peripheral EMU members. Even though larger federal budget, treasury and common fiscal policy are neither politically feasible nor practically straight forward to implement, existing fiscal compact in absence of any redistributive transfers and more meaningful cohesive funds also do not represent even a mid-term sustainable response. However, clear and present danger for the Eurozone in the short run is represented by macroeconomically untenable constellation of Italy, which is more than proverbial Greece the weakest link in the monetary union. In addition and provided that Eurozone weathers Italian threat, paper synthesizes a set of pseudofiscal, monetary and financial policies crucial for the long-term survival of the EMU, with in-passing remark that almost all of them are being adamantly vetoed by the EMU's Core or remain under construction still. In spite of the fact that ECB's QE succeeded in somewhat lowering the currency risk (redenomination risk), credit risk continues to lurk in absence of the credible lender of last resort, mutualised Eurozone's safe asset and better coordination of fiscal policies in the EMU. Notwithstanding slim chances for premeditated disintegration of the Eurozone, marginal cost of hesitation is on the rise and it just could so happen that financial contagion out of spontaneously forced exit(s) puts into jeopardy the very fate of the common European currency. The last quarter of 2017, after Italian and German elections, may prove to be the high time for fundamental reform of the Eurozone, if the aim is to preserve its relevance and present size.

**Key words:** Eurozone, crisis, EMU core, EMU periphery, Italy, reforms