

УДК: 338.45.01(4-672EU:73)  
338.45.01(4-672EU:510)  
Biblid 1451-3188, 16 (2017)  
Год XVI, бр. 60, стр. 118-137  
Изворни научни рад

## ЕКОНОМСКЕ ОСНОВЕ НАДОЛАЗЕЊЕГ МУЛТИЛАТЕРАЛИЗМА: ТРЕНД РЕЛАТИВНОГ ОПАДАЊА ЕУ У ОДНОСУ НА САД И КИНУ

*др Горан НИКОЛИЋ*  
*др Предраг ПЕТРОВИЋ<sup>1</sup>*

### ABSTRACT

Two interest rate rises in three months by the Federal Reserve, higher manufacturing purchasing managers' indices, stronger activity in the Chinese property market and falling unemployment rates in the developed world are all indicators of a likely acceleration in economic growth this year. Higher oil prices, together with wage pressures in the US, are contributing to a welcome increase in inflation and inflation expectations. Average inflation is also picking up in the euro area, to about 1.7 percent in 2017 from 0.2 last year, partly reflecting base effects from energy and food prices. Aggregate growth in the EU is likely to be fractionally slower in 2017 than in 2016, owing to weaker performances in Germany, Spain and the UK, while China's expansion continues to be fuelled by ever-increasing levels of debt. There are real prospects that the very slow growth in the EU (and the euro area), which lasts nine years, set out the medium and long-term. Problems for EU countries began a long time ago; since 1975 the EU has a 1 percentage point lower than the US average growth. According to the IMF, the share of EU in global GDP has been steadily falling since 2000 (when it was 1/3) and after 1/4 share in 2013 will fall to 1/5 in 2018. The key problem of the EU, and the euro area, is a decline in the competitiveness of its industry, to the benefit of East Asia, above all China. The importance of the EU as an investor has also been decreasing since the beginning of the crisis, and the same is the case with the participation of the EU in the world's exports, which drops from 18% in 2000 to an estimated 14% of 2016. In addition, further political fragmentation of Europe is likely, with parties of the traditional centre-left and centre-right struggling to gain enough support to govern effectively.

*Key words:* EU, Eurozone, 2017 GDP, industry, growth, relative decline.

---

<sup>1</sup> Институт за европске студије, Београд, Е-маил: goranvnikolic@gmail.com;  
Институт друштвених наука, Београд.

## 1) УВОД

Прелиминарна (сезонски прилагођена) процена међугодишњег раста БДП у првом кварталу 2017. за Еврозону износи 1,7% (1,9% за ЕУ28).<sup>2</sup> Будући да је просечна стопа раста 2007–2016. износила тек 0,37%. БДП Еврозоне, за читавих девет година је тек за 3,4% виши него 2007. (а ЕУ за 4,7%). Индустијска производња (календарски и сезонски прилагођена) у фебруару 2017. у Еврозони још увек је око 7% мања него истог месеца пре девет година.<sup>3</sup> Грађевински сектор Еврозоне у фебруару 2017. већи је за 7,1% међугодишње (код ЕУ за 5,2%), али пад у односу на фебруар 2008. још увек износи чак четвртину.<sup>4</sup> Стопа запослености особа од 20 до 64 године у ЕУ достигла је 71% у 2016. и тек се практично изједначила са нивоом из 2008.<sup>5</sup> У марту 2017. сезонски прилагођена стопа незапослености износила је 9,5% у Еврозони (а била је 10,2% годину дана раније) и 8% у ЕУ. И поред знатног поправљања стања још увек није достигнут (релативно низак) ниво из 2008, односно по стопи незапослености 'Еврозона је у априлу 2009, а ЕУ у јануару 2009'.<sup>6</sup> Вредност трговине на мало у марту 2017. међугодишње је порастао 2,3% у Еврозони (и 2,5% у ЕУ), али је у односу на исти месец девет година раније тек непуних 4% већи (за Еврозону), односно за 6% посматрајући 'ЕУ 28'.<sup>7</sup> Сви ови рецентни показатељи указују на практичну стагнацију ЕУ (и Еврозоне) последњих девет година. Поред тога, имајући у виду да 'остатак света' има много боље резултате, јасно је да се ради о убрзању тренда релативног опадања ЕУ, који траје већ неколико деценија.

## 2) СТАЊЕ ГЛОБАЛНЕ ПРИВРЕДЕ: НАЈНОВИЈЕ ПРОЦЕНЕ

После релативно спорог глобалног економског раста 2016. године ММФ (2017) очекује убрзање 2017. и 2018, посебно у земљама у развоју. Раст у Еврозони биће скромних 1,6% у 2017–2018 (у Италији тек 0,7% и 08%), у САД

---

<sup>2</sup> Интернет: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8009160/2-03052017-AP-EN.pdf/a1d315bd-e14b-408e-8623-d2c3786d7cf7>

<sup>3</sup> Интернет: [ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7970689/4-11042017-AP-EN.pdf/753c6865-e7e2-40ac-bf6f-7635bab10619](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7970689/4-11042017-AP-EN.pdf/753c6865-e7e2-40ac-bf6f-7635bab10619)

<sup>4</sup> Интернет: [ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7992111/4-20042017-AP-EN.pdf/1cdc48c8-7bc5-4416-8906-6860b0f420f4](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7992111/4-20042017-AP-EN.pdf/1cdc48c8-7bc5-4416-8906-6860b0f420f4)

<sup>5</sup> Интернет: [ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7997105/3-25042017-BP-EN.pdf/377b4834-5a19-42f4-8a2d-36e133ed887d](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7997105/3-25042017-BP-EN.pdf/377b4834-5a19-42f4-8a2d-36e133ed887d)

<sup>6</sup> Интернет: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8002525/3-02052017-AP-EN.pdf/94b69232-83a9-4011-8c85-1d4311215619>

<sup>7</sup> Интернет: [ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8009959/4-04052017-AP-EN.pdf/6bfd36d-d6ac-442f-a4f5-35e690c7c464](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8009959/4-04052017-AP-EN.pdf/6bfd36d-d6ac-442f-a4f5-35e690c7c464)

2,3% и 2,5%, у Јапану 0,8% и 0,5%, Русији по 1,4%, у Кини 6,6% и 6%, у Индији 7,2% и 7,7%, те Бразилу 0,2% и 1,5%. Охрабрују пројектовани фискални стимуланси у САД и Кини. Дугорочне каматне стопе су знатно порасле од августа (у САД за 1пп). Главни негативни ризици су политика Трампа, тј. његове глобалне последице, пре свега евентуални раст протекционизма (раст ограничења глобалне трговине и миграција успорава раст продуктивности и ГДП). Поред тога, опасност је и раст популизма и криза ЕУ, могуће 'затезање' у глобалним финансијским условима, евентуално знатније успоравање у Кини, те повећане геополитичке тензије. У складу са априлском пројекцијом ЕИУ (2017) глобални економски раст у 2017. ће се убрзати. У складу са *The Economist Intelligence Unit* просечна цена нафте (Брент) биће 56 долара за барел у 2017, те 60 долара у 2018. Глобална инфлација убрзаће на 4,5%, после 3,8% у 2016. Евро би требало констатно да јача према долару у наредном петогодишту, са просечних 1,05 долара за јединицу монете Еврозоне 2016, на 1,08 2018, те 1,17 долара за евро 2021.

Табела 1. Раст и пројекције стопа раста главних глобалних макроекономских показатеља 2012–21.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Раст глобалног БДП (ППП)	3.4	3.4	3.5	3.3	3.0	3.4	3.2	3.0	3.5	3.6
Раст глобалног БДП (по тржишним курсевима)	2.3	2.4	2.6	2.7	2.2	2.6	2.4	2.1	2.6	2.7
Светска инфлација (%)	4	3.8	3.6	3.2	3.8	4.5	3.9	3.3	3.1	3.0
Раст светске робне трговине	3.5	3.9	4.3	2.8	1.9	2.9	2.7	2.2	3.0	3.3

Извор: *The Economist Intelligence Unit*, 2017. (April 19th 2017) <http://gfs.eiu.com/Article.aspx?articleType=gef&articleId=305331214&secID=0>

Велики глобални проблем је висока стопа задужености, за шта нема лаког решења.<sup>8</sup> Још значајнији проблем за светску привреду је снажно глобално

<sup>8</sup> Постоји неколико начина решавања високе задужености на глобалном нивоу. *Carmene Reinhart* указује да се реструктурирање јавних дугова после Првог светског рата десило добрим делом преко дифолта, и то од преко 25% ГДП тих земаља (Британија, Француска, Белгија, док је само Финска вратила дугове). Финансијска репресија данас се врши преко нултих или негативних реалних камата, а исто је било и 1945–60. Генерално начини за решавање проблема високих дугова су отпис (нпр. отпис НПЛ), репрограма, инфлација, негативне реалне камате, раст ГДП. У пракси данас имамо 'haircuts', што је у преводу

успоравање продуктивности, које је по свему судећи структурног карактера. Наиме, успоравање продуктивности на глобалном нивоу почело је од 1980-их. Од тада само 0,5% раст просечно (а чак 2% од 1950–80). Кључни разлог је успоравање иновација и успоравање дифузије иновација, упркос расту протока људи. Слично је и у земљама у развоју (ЗУР), где процес конвергенције у последње четири деценије није био датост већ је зависио од спровођених економских политика у ЗУР, а очекује да ће бити још теже одржати значајно бржи привредни раст у ЗУР у односу на развијене земље. ММФ (2017) прогнозира скроман опоравак у евро зони 2017–2018. Раст ће бити подстакнут благо експанзивном фискалном политиком, побољшаним финансијским условима, слабим евром, те *'spillover'* ефектом услед вероватног фискалног стимуланса у САД (остаје ризик политичке неизвесности). Средњорочни изгледи за еврозону остају релативно слаби, на шта утиче очекивани спор раст продуктивности, негативни демографски трендови, те у неким земљама нерешени проблеми јавног и приватног дуга, са високим нивоом тешко наплативих кредита. Очекивани просечни раст БДП за период 2017–2022. износи скромних 1,6%. Када је у питању тренд раста БДП Еврозоне пројекције ЕИУ (2017) су благо песимистичније будући да се предвиђа да ће се пораст БДП од 2016–2019. сваке године успоравати за један промил. Пројекције ММФ указују да ће стопа инвестиција незнатно расти у раздобљу 2017–2022. (на 20,9% БДП), да ће раст волумена извоза и увоза просечно износити око 4%, док ће се незапосленост на нивоу Еврозоне благо смањивати и достићи 8,1% 2022. Раст у Немачкој, која је највећа економија Еврозоне, остаће стабилан са просеком од 1,5% у 2017–2021, захваљујући и помаку немачке привреде у правцу већих инвестиција и приватне потрошње. Флеш процена ЕУРОСТАТ-а указује да ће међугодишња инфлација у априлу 2017. порастати на 1,9%<sup>9</sup> са мартовских 1,5%. Просечна инфлација ће тек постепено прићи циљу ЕЦБ, и то 2022, када ће достићи 1,9%, док ће базна инфлација остати ниска. Реалистично је да ће ЕЦБ наставити да води изузетно експанзивну монетарну политику, са политиком каматних стопа око или испод нуле. Поред тога, наставиће се програм обилног рефинансирања у циљу подстицања банака да позајмљују више новца, уз наставак куповине обвезница у вредности од 80 милијарди евра месечно (са смањивањем тог износа тек од 2018). ЕЦБ неће битије мењати базну камату пре 2021.<sup>10</sup> У неким деловима Европе, циклични опоравак

---

лагано обезвређивање јавних дугова, где велику улогу играју ЦБ преко лабавих монетарних политика (QE), одржавања ниских камата, а назире се и појачана улога фискалне политике у САД, а то већ ради Кина. Да није било интервенција ЦБ криза би била много оштрија, нпр. пад ГДП Индонезије 1997–98 износио је чак 15%.

<sup>9</sup> Интернет: [ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8008510/2-28042017-BP-EN.pdf/f99d6146-b315-4c55-91f7-02c360362809](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8008510/2-28042017-BP-EN.pdf/f99d6146-b315-4c55-91f7-02c360362809)

<sup>10</sup> Интернет: <http://gfs.eiu.com/Article.aspx?articleType=rf&articleid=285220012&secId=8>

производње, запослености и инфлације остаће непотпун услед великог терета ненаплативих кредита. У одсуству више заједничких напора да се очисте биланси, односно консолидује банкарски систем, те покрену реформе за повећање продуктивности, ове економије суочаваће се са ниском инфлацијом и недовољним инвестицијама. Ово, поред осталог, указује на ургентност структурних реформи, док би ЕЦБ требало да одржи експанзивну монетарну политику, будући да значајан број економија еврозоне функционише испод свог потенцијала. Дакле, приоритети су: убрзати унапређење биланса банака, тј. решење проблема неквалитетних кредита; увођење заједничког осигурања депозита, односно банкарске уније; донети програме за заједничке ефикасније фискалне мере; увести већу централизацију инвестиција у јавну инфраструктуру, што ће ублажити проблеме мањка тражње; наставити реформе на тржишту рада неопходне за подстицање пословне динамике и подизање стопе учешћа радне снаге, укључујући и имигранте.

Табела 2. Основни макроекономски показатељи Еврозоне  
(са пројекцијама до 2022)

	1999	2008	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Раст ГДП	3.0	0.4	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
ГДП текући \$, милијарде	7,125	14,178	11,879	11,729	12,044	12,422	12,822	13,192	13,615
стопа инвестиција	22.8	23.6	19.9	20.0	20.2	20.3	20.5	20.7	20.9
стопа националне штедње	23.3	22.9	23.9	23.7	23.9	24.0	24.2	24.3	24.4
инфлација, просечна годишња	1.2	3.3	0.2	1.7	1.5	1.6	1.8	1.9	1.9
раст волумена увоза роба и услуга	7.4	0.3	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1
раст волумена извоза роба и услуга	5.3	0.6	2.9	3.9	3.9	4.0	4.0	3.9	3.9
незапосленост, стопа	9.8	7.6	10.0	9.4	9.1	8.8	8.5	8.3	8.1
запосленост (2005=100)	93.7	104.7	104.7	105.9	106.8	/	/	/	/
Фискални приходи, % ГДП	45.9	44.4	46.3	46.3	46.3	46.2	46.2	46.2	46.2

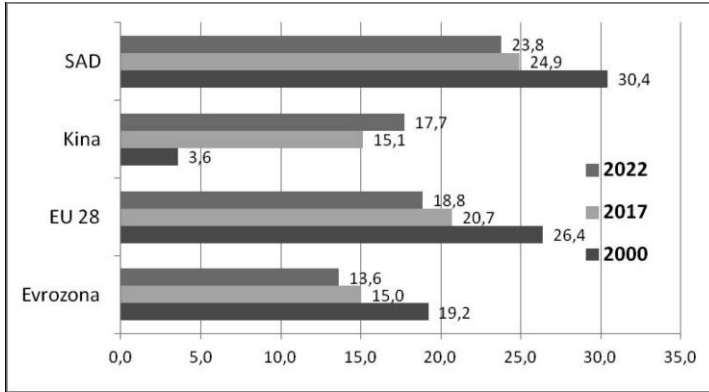
	1999	2008	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Фискални расходи, % ГДП	47.4	46.6	48.0	47.8	47.4	47.0	46.8	46.6	46.4
Бруто јавни дуг, % ГДП	70.4	68.6	91.3	90.1	88.6	86.6	84.5	82.2	79.9
ПБ (\$, милијарде)	-138.6	-172.9	399.8	347.2	355.8	368.4	378.4	379.3	379.6
ПБ, % ГДП	-1.9	-1.2	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.8

Извор: ММФ, Април 2017. (online база података)

### Размере релативног привредног опадања ЕУ

Оно што је обесхрабрујуће да су изгледи да се релативно спор раст у ЕУ и Еврозони, који траје више од осам година, настави средњорочно и дугорочно. Иначе, проблеми за земље ЕУ, почели су доста давно, већ од 1975. ЕУ 15 има за 1 пп нижи просечни раст од САД, што указује на почетак дивергенције. Удео БДП ЕУ у глобалном БДП константно пада од 2000. (када је износио равно трећину) и после четвртинског удела 2013. пашће на петину 2018, што се може видети на Графикону 1. Неразборито и ултра јефтино кредитирање од почетка 21. века годинама је прикривало слабост, односно смањењу конкуритивност европске индустрије, али је с почетком кризе дошло до изражаја. Кључни проблем ЕУ и Еврозоне је опадање конкуритивности њене индустрије, и то у корист источне Азије, пре свих Кине. Већина земаља ЕУ има високе јавне дугове и велике фискалне дефиците, али основна ствар која разликује економије које су у тешкој кризи од осталих привреда ЕУ јесте висина спољнотрговинског (или тачније платнобилансног) дефицита, где 'предњаче' периферне земље Еврозоне. Значај ЕУ као инвеститора, такође, опада од почетка кризе, а исти случај је и са учешћем ЕУ у глобалној трговини (односно светском робном извозу), које опада са 18% за 2000. на процењених 14% за 2016. Поред тога, криза сувереног дуга натерала је европске земље да мењају начине функционисања токова новца и такође, макар само симболички, умањила углед ЕУ као пожељног модела изградње наднационалног система.

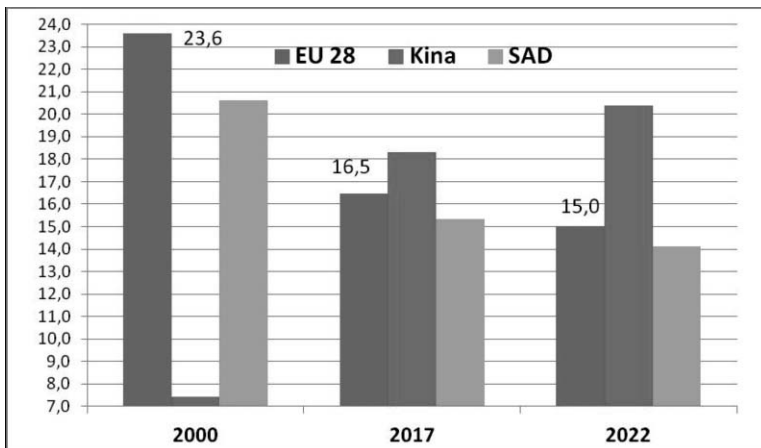
Графикон 1. Удео Евроzone, ЕУ 28, САД и Кине у глобалном БДП по тржишним курсевима



Извор: ММФ, 2017. (online база података).

Процењени БДП по куповној моћи ЕУ, који износи 20.745 милиона долара или 16,5% светског БДП, нижи од кинеског (18,3%) и тек нешто виши од америчког (15,4%). Садашње чланице ЕУ-28 учествовале су са 30% у укупном светском БДП по куповној моћи, који ће 2022. бити тачно преполовљен. Оно што се може очекивати наредних година, имајући у виду трендове, је да ће се разлика у корист Кине повећавати, док ће САД престићи ЕУ (и ако рачунумо Британију као њен саставни део, што ће и бити до марта 2019) због нешто виших стопа раста.

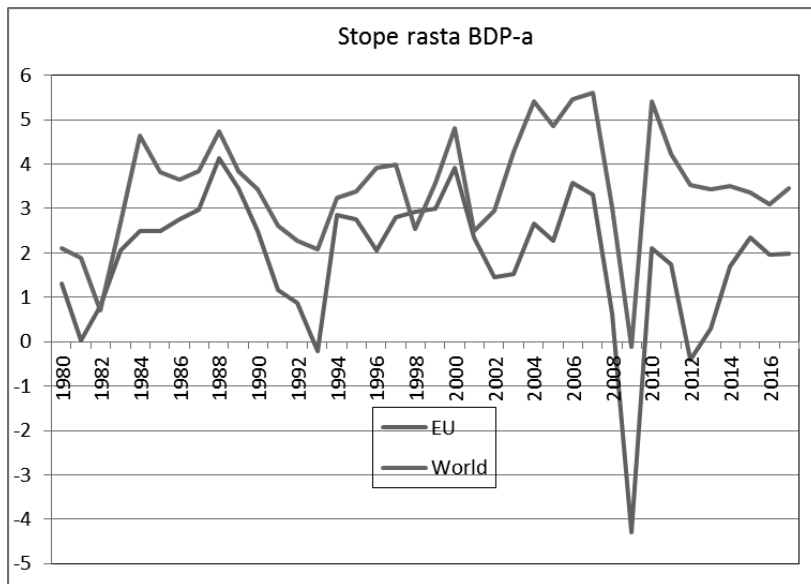
Графикон 2. Удео ЕУ 28, САД и Кине у глобалном БДП по куповној моћи



Извор: ММФ, 2017. (online база података)

Наравно, главни разлог релативног опадања ЕУ су ниже просечне стопе привредног раста у односу на светски просек или пак у односу на главне конкуренте. На Графикону 3 може се видети да последње скоро четири деценије земље ЕУ које данас чине ЕУ 28 практично константно бележе ниже стопе раста од остатка света (а посебно од земаља као што је Кина).

Графикон 3. Стопе економског раста ЕУ и света 1980–2016.

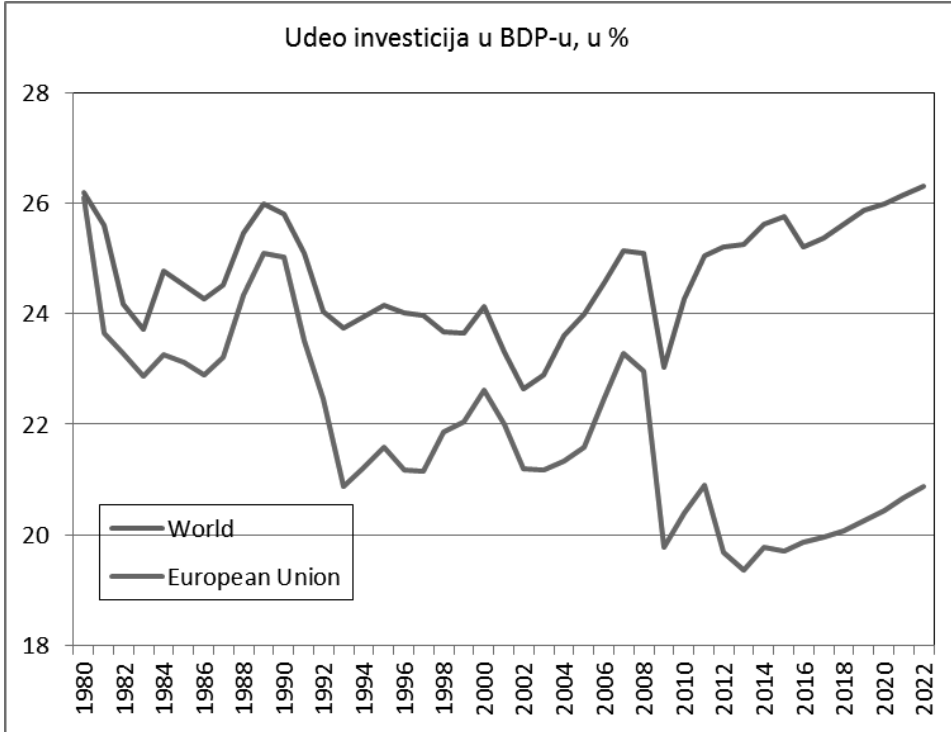


Извор: WEO Database, Април 2017; Мирослав Здравковић, Опадање релативног значаја ЕУ у светској економији (производња, инвестиције и трговина). *Култура полиса*, 2017.

Индикативан је пример Јапана, који је већ три деценије у “замци ликвидности”, јер је монетарна политика (која је експанзивна) неспособна да утиче на економски опоравак. ЕУ се од Велике рецесије налази у сличној ситуацији. Обим производње прерађивачке индустрије у ЕУ био је у 2016. за 1,2% мањи у односу на 2008. У односу на 1990. раст прерађивачке индустрије ЕУ износи скромних 22,7%, док раст у периоду 2000–2016. износи тек 9,7%. ЕУ је имала просечну стопу инвестирања у односу на светски ниво 1980, а потом следи пад, који је убрзан са Великом рецесијом, што се може видети на Графикону 4. Док је 2008. удео инвестиција у БДП у ЕУ био је за 2,1 процентних поена нижи од светског просека, а нови пад удела инвестиција на мање од 20% БДП у ЕУ у 2012. утицао је да се разлика повећа на 5,5 процентних поена. Судаћи по тренду, 2017. биће шеста година за редом у којој је стопа инвестиција у ЕУ мања од 20%.



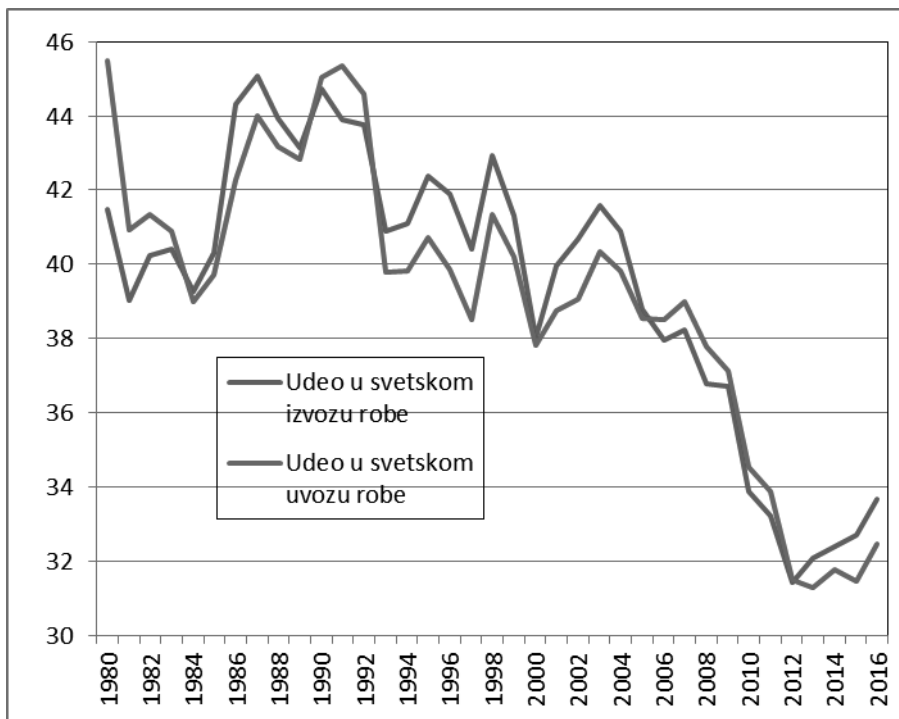
Графикон 4. Удео инвестиција у БДП: ЕУ и просек за свет 1980–2022.



Извор: WEO Database, Април 2017; Мирослав Здравковић, Опadaње релативног значаја ЕУ у светској економији (производња, инвестиције и трговина). *Култура полиса*, 2017.

ЕУ је смањила и свој удео у светској трговини робом и услугама. Ипак, и сада је њен удео у светској трговини двоструко већи од удела у светском БДП, што је последица високог степена међусобне интеграције земаља чланица, а што је и један од основних (почетних) мотива њеног постојања: остваривање економије обима домаћих компанија, на већем заједничком тржишту од домаћег, и заједничка заштита од конкуренције компанија које не производе у ЕУ. Удео ЕУ у светском робном извозу смањен је са 41,5% за 1980. на 33,7% за 2015, док је удео у светском робном увозу смањен са 45,5% у 1980. на 32,5% за 2015. Удео ЕУ у светском извозу услуга смањен је са 54% у 1980. на 42,8% у 2015, а у увозу услуга са 42,2% у 1980. на 37,5% 2015. Пад релативног значаја ЕУ у светском извозу биће настављен и у наредним годинама, а услед спорог опоравка производње и ниске стопе инвестиција.

Графикон 5. Удео ЕУ у светском робном извозу и увозу



Извор: UNCTAD Database; Мирослав Здравковић, Опadaње релативног значаја ЕУ у светској економији (производња, инвестиције и трговина). *Култура полица*, 2017.

На крају, када је у питању спољна трговина, након скоро седам деценија двоструко бржег раста трговине од ГДП, неубичајен је тренд да је повећање волумена светске размене почевши од 2015. скоро идентично расту глобалне привреде (нпр. пораст од 1,6% у 2016, 2,6% у 2017, 2,4% у 2018, те 2% у 2019).<sup>11</sup> Спор глобални економски раст је и узрок и последица успоравања.

<sup>11</sup> Током 1990-их, глобална трговина порасла је више него дупло брже од глобалне економије, ЕУ је интензивирала интеграције, Кина је постала фабрика света, царине су смањиване, транспортни трошкови су падали. Данас, ниске царине и трошкови транспорта не могу се више много смањити, улога Кине у глобалној економији се мења јер њен индустријски сектор почиње у већој мери да увозне компоненте мења домаћим, што смањује увоз. Нпр. по ММФ удео увозних компоненти у Кини пао је на 35% 2015. у односу на 60% 1990. Повећање глобалног раста за 1% повећавало је обим трговине за 2,5% у 1990-им, док је у последњих неколико година исти раст био повезана са растом трговине од само 0,7%.

Смањена потрошња и инвестиције успорили су међународну трговину која успорава раст. Постоје знаци да успоравање постаје структурно. Развијене земље као да се повлаче из глобализације (и најновија рунда глобалних трговинских преговора у оквиру WTO завршавала се неуспехом). Транс-Пацифик партнерство такође је пропало. Британија ће до марта 2019. напустити ЕУ. Од 2008. успостављено је више од 2.100 нових трговинских ограничења. Редак изузетак од ових неповољних трендова је то што су ЕУ и Канада потписале нови трговински споразум. Треба додати да се ситуација за просечног грађанина Евроzone погоршала и услед тога што је део националног дохотка који се исплаћује радницима у паду од 1980-их. Овај тренд је генерисан напретком у технологији и глобалним интеграцијама (удео прихода од рада опада када плате расту спорије од продуктивности, а резултат је да већи део додатног приноса иде ка капиталу. Пошто капитал има тенденцију да буде концентрисан у горњим крајевима дистрибуције дохотка, то повећава шансе да се подигне неједнакост прихода, што погађа огромну већину популације.

### 3) ГДЕ ЈЕ ДАНАС ЕУ?

Упркос економском опоравку током 2016. и почетком 2017. године Евроzone је и даље крхка, неосигурана од ризика нове кризе, те рањива на асиметричне циклусе. То значи да сваки пут када се деси следећа криза, постоји опасност да ће инвеститори побећи из фискално слабијих земаља према фискално јачим (добитак сваке земље ће подразумевати губитак друге, што ће поткопати сарадњу у Еврозони и бити гориво политичких тензија). Ипак, реформе које су спроведене у одговору на последњу кризу побољшале су ситуацију на агрегатном нивоу, али нису решене темељне асиметрије у Еврозони. Основне фискалне позиције се и даље се разликују, упркос свим напорима да се постигне фискална конвергенција кроз дефинисана правила. Додатно, реформе финансијског сектора у последњих неколико година, иако значајне, нису дале адекватна решења за постојеће проблеме. Европска банкарска унија, која делимично функционише, још увек се неадекватно бави једним од главних канала, а то су домаће банке, преко којих је јавни дуг нагомилан током последње кризе. Финансијски надзор постављен је на нивоу ЕУ, док су спасилачки пакети влада (*bail-out*) замењени поверилачким спасилачким пакетима (*bail-in*). Међутим, ништа од овога неће отклонити потребу за 'спасилачке пакете' из јавних финансија у евентуалној следећој кризи. Истовремено, нови инструменти за управљање кризама на нивоу ЕУ имају очигледна ограничења. Са кредитним капацитетом од само 500 милијарди евра ЕСМ (*European Stability Mechanism*), вероватно неће бити адекватан. Алтернативна опција била би активирање ОМТ програма ЕЦБ (*Outright Monetary Transactions*), где би ЕЦБ куповала обвезнице држава

чланица Еврозоне на секундарном тржишту.<sup>12</sup> Будући да је, као и ЕСМ, он условљен, у случају кризе биће тешко ублажити тензије између поверилаца и дужника. Чак и други круг програма куповине државних обвезница (*Public Sector Purchase Program*) од стране ЕЦБ неће бити довољан да се реше европске (фискалне и економске) асиметрије. Наиме, ЕЦБ заједно с националним централним банкама купује владине обвезнице у односу на удео сваке земље у капиталу ЕЦБ, те *Public Sector Purchase Program* не може бити привилегија земље која је под ударом кризе. Дакле, земље са високим дугом имају ограничену способност да предузму про-активну политику фискалних стимуланса. На врхунцу последње кризе, неке државе су морале да преко 5% њиховог БДП усмере на плаћање камате на дуг (и након што су каматне стопе пале, земље са високим дуговима су 2016. у просеку 3–4% БДП усмеравале на плаћања камата). Истина, већина ових држава нису несолвентне, али им дуг ограничава способност да генеришу економски раст у добрим временима, и представља тешку обавезу у временима кризе. Реструктурирање формалних дугова се често види као алтернатива неефикасним наднационалним и националним фискалним оквирима. У овом сценарију, тржишни надзор заменио би политички надзор. Ипак, увођење програма реструктурирања дуга уплашило би инвеститоре, чиме би се учинило више штете него користи. *Public Sector Purchase Program*, како је тренутно изграђен, омогућава репатријацију камата на обвезнице купљене од стране ЕЦБ и националних централних банака. Али, уштеде на каматама су скромне јер је ЕЦБ формално ограничена будући да може да купи лимитиран износ државног дуга сваке земље. Укидање овог ограничења ублажило би проблем фискалних оптерећења у неким земљама ЕУ. У међувремену, ЕЦБ би требало да играју другачију и дистанцирају улогу него тренутно. Европска комисија, или чак потпуно нове институције, требало би да осигурају да штедња, тј. акумулација иде ка најпродуктивнијим инвестиционим пројектима у свакој земљи.<sup>13</sup> Од 2007. до 2015. просечни јавни дуг, као удео у БДП у 19 чланица Еврозоне порастао је са 65% на скоро неодрживих 90%, док је просечни годишњи раст БДП стагнирао у истом раздобљу. Економске политике европских влада у овом периоду практично су истиснуле структурне реформе. Показало се да су земље ЕУ које су брзо расле оне које су избегавале преузимање великих јавних дугова (Пољска, Шведска, Естонија, Летонија, Литванија и Словачка). Међу земљама Еврозоне погођених кризом, Ирска је остварила највеће смањење јавних расхода и дуга и имала најјачи опоравак. Ово указује на то да економски проблеми у Европи не

---

<sup>12</sup> ОМТ је најављен у септембру 2012, никада није примењен, а и политички би га било тешко имплементирати.

<sup>13</sup> Benedicte Marzinotto, "The Eurozone is Still Vulnerable", Project-Syndicate, 2017, Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-still-vulnerable-fiscal-asymmetries-by-benedicte-marzinotto-2017-03>

произилазе из неадекватне тражње, већ из лошег функционисања тржишта, превеликих фискалних оптерећења, строге регулације и релативно лошег образовања. Према *Aslund*, земље ЕУ стога треба да се фокусирају на решавање ових стварних проблема, а пре свега да зауздају јавну потрошњу, која просечно износи 47% БДП у ЕУ, док је просек 37–38% БДП за остале развијене земље.<sup>14</sup> Тако висок удео јавне потрошње одражава трошкове земаља ЕУ (субвенције, социјални трансфери, државна управа). Средства би се преусмерила на обарање пореза на рад, као што је то урадило неколико источноевропских земаља. Поред тога, државе као Британија и Немачка постигле су ниску незапосленост захваљујући дерегулацији тржишта рада и шире стручне обуке. На крају, ЕУ треба да оптимизује своје тржиште услуга и отвори дигитално тржиште тако да она функционишу као јединствено тржиште за робу *Aslund*. То указује да би ЕУ могла подићи раст ГДП за 1 п.п. ако предузме свеобухватне структурне реформе, што се ипак чини прилично оптимистичним сценаријом. Тренутно, криза земаља Еврозоне далеко је мање опасна него током 2010–2013; поред осталог пет милиона радних места креирано је између 2014. и 2017. Ипак, банкарска унија на нивоу ЕУ остаје непотпуна, грчки и италијански банкарски сектор су пред изазовима, док би и евентуални накнадни потреси и даље могли да угрозе стабилност ЕУ и чак заједничку валуту. Европски лидери треба да искористе прилику након избора крајем ове године да наставе амбициозније, али прагматичније, реформе. Ипак, иако је 'Европски Семестар' створио широк оквир за координацију није делотворно побољшана конкурентност, раст, или запошљавање у многим земљама ЕУ. Инвестиције су и даље сувише ниске, посебно у земљама јаче погођеним кризом. "Јункер план" за циљане инвестиције широм ЕУ може бити само део решења. Свакако, ови економски проблеми ће, пре свега, захтевати решења на националном нивоу. Одобрене реформе Еврозоне спроводе се сувише споро, док додатне структурне реформе нису у плану. У оквиру ЕУ, владе са већом фискалном слободом треба да повећају јавну потрошњу. Наравно, будући да су националне владе политички одговорне својим грађанима, они често немају подстицај да повећају сарадњу на нивоу ЕУ, што кочи даље ЕМУ реформе. У недавној 'Белој књизи' о будућности Европе, ЕК намерава да понуди додатне предлоге за ЕМУ реформе. Јасно је да Еврозони треба боља координација како би осигурала своју дугорочну одрживост. Иницијатива мора доћи из Француске и Немачке. Француско-немачки предлог треба да омогући више фискалне флексибилности, али у строжим оквирима. ЕМУ би требало да има "златно правило" за јавне и друштвене инвестиције, са јасном дефиницијом таквих пројеката и механизам за процену њихове оправданости. У замену за већу

<sup>14</sup> Anders Aslund, "Europe's Other Populist Problem". Project-Syndicate, 2017, Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-economic-populism-by-anders-aslund-2017-04>

флексибилност када је у питању јавна потрошња, фискална правила треба применити строжије, уз евентуално коришћење санкција. Друго, предлог треба да подразумева тзв. *reform-and-investment agreements* (RIAs), и то између појединих земаља чланица и Европског савета.<sup>15</sup> Подстицање раста захтева улагања и финансирање треба да буде условљено оствареним помацима, што би повећало дисциплину али и солидарност. Такве реформе омогућиле би виши раст који би био од користи свим земљама Еврозоне. Коначно, додатни фискални капацитет биће потребан да би се подржала РИА, и то оним земљама Еврозоне којима недостају буџетска средства. Механизам европске стабилности могао би пружити та средства. Са јачим ЕМУ, ЕУ би могла да остане отворена, и да такође пружи већу заштиту за своје грађане. Осим тога, овај план оставља значајну моћ доношења одлука на националном нивоу, чак и када се подстиче сарадњу унутар Еврозоне и заснива се на постојећим одредбама управљања. Овај план представљао би значајан први корак ка суштинским реформама касније, јер ће дубљи пројекат европске интеграције захтевати свеобухватан политички договор. У супротном, садашње слабости Еврозоне поткопаће одрживост самог евра.<sup>16</sup>

#### 4) ЈАЧАЊЕ УЛОГЕ КИНЕ УЗ СТАГНАЦИЈУ ЗНАЧАЈА САД

Релативно опадање ЕУ праћено је јачањем улоге Кине, уз фактичку стагнацију значаја САД, иако учешће привреде те земље у светском БДП такође опада. Од краја 2013. интензивирала се дебата да ли ће се САД суочити са тзв. секуларном (дугогодишњом) стагнацијом, односно спорим растом? Од почетка овог века просечни годишњи раст БДП САД износи у просеку 1,75%, двоструко спорије од просечног раста у другој половини 20. столећа (и то без обзира на негативне реалне камате од 2008, односно изузетно лабаве монетарне политике). Дobar део проблема привреде САД је у неадекватним квалификацијама радне снаге, недовољним иновативним капацитетима корпорација, одлагању пореске реформе, те проблему дугорочне одрживости пензионог и система здравствене заштите. Међутим, то су структурни проблеми, и мало је вероватно да се ту направе снажни помаци у наредних пет до десет година (потребно је време за образовање, на пример). Повећање способности да се произведе више неће се 'преточити' у повећану производњу уколико не постоји већа потражња за робом и услугама. Тренутна економска политика ослања се на каматне стопе знатно ниже од стопа раста, што у дужем

---

<sup>15</sup> Који би био одобрен од стране националних парламената и на основу препорука конкретних земаља које су на то пристале, у оквиру 'Европског семестра'.

<sup>16</sup> Herman Van Rompuy, Janis Emmanouilidis, Fabian Zuleeg, "Europe's Reform Opportunity", Project-Syndicate", 2017, Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-reform-opportunity-by-herman-van-rompuy-et-al-2017-04>

временском периоду практично гарантује појаву великих 'мехура' и опасно повећања леверица, односно задужености компанија. Већина економиста се слаже да је потребно подићи ниво тражње кроз окончање тренда све мање државне потрошње и запослености, што је програм Трампа. Треба искористи текући период да се обнове и изградити инфраструктуру. Подизање тражње такође би могло да подстакне приватну потрошњу, посебно у енергетском сектору. Велики проблем за одрживост јавних финансија САД представља снажан раст нето јавног дуга, који се више него дуплирао од 2007. када је износио 36% БДП (добрим делом последица *Obamacare*). Раслојавање америчког друштва које прети да угрози његове базичне темеље. Доходак типичног мушкарца запосленог на пуно радно време стагнира у последњих тридесет пет година. Реални медијални доходак домаћинства у САД није се битније променио од средине 70-их. Ипак, велики број фактора који су погурали америчку економију на светски пиједестал још увек су присутни. Већина земаља у свету види Америку као земљу тржишних могућности, која се доследно доказала као снажан партнер у бизнису. САД је својим учешћем у бројним међународних економским организацијама снажно потпомогла либералне тржишне економије да се развијају. Пословање са САД готово увек даје земљама лакши приступ глобалним ланцима производње. Успех у пословној арили постао је *de facto* симбол Америке. САД има огромне ресурсе обрадивог земљишта; 99,5% америчких извора хране је домаће. САД има добар приступ води, која је главни ресурс који утиче на све аспекте америчке привреде, од производа који директно садрже воду до производе којима је потребна вода за прераду. Од тога, 31% се користи наводњавање, а 49% на производњу електричне енергије. САД има огромне минералне ресурсе и дрво, као и огромне стратешке резерве нафте. Контрола резервне светске валуте дозвољава САД да ужива ниже каматне стопе приликом задуживања, и да одлаже негативне економске ефекте због трговинског дефицита (преко 80% свих финансијских трансакција широм света се изводе у доларима, као и 87% у страниј валути тржишних трансакција). За доминацију САД важан је и амерички предузетнички дух (*Never Give Up* приступ; епитомизован кроз прегнућа Бил Гејтса или Стив Џобса). Могућност финансирања инвестиција је велика; лако је доступан капитал за *start-up* компаније, а кредитори добију повраћај инвестиције кроз дивиденде, акције и камате. Нпр. овакав приступ је био фокусиран на електронску обраду података у Силиконској долини. То је омогућило постојање данашњих америчких мега-компанија у области телекомуникација, хардвера и софтвера (*Apple, Microsoft, Twitter, Yahoo, Facebook*). На крају геополитичка доминација је економски левериц. Оружане снаге САД се налазе у важним тачкама широм света, а то појачава утицај САД на светска тржишта, иако он последњих 15 година опада, посебно након Велике рецесије.

Према званичним подацима ММФ, Кина ће нешто брже расти, 6,6% (0,3 пп изнад прогнозе у октобру) услед очекивања да ће влада наставити подстицајну фискално монетарну политику. Ипак, ослањање на брз раст кредита и спор напредак у решавању корпоративног дуга, посебно државних предузећа, повећава ризик од наглог застоја, што може повећати одлив капитала. Фебруарски Владин извештај о раду не указује на битније промене политике у 2017. Фокус је на стабилизацији привреде и управљање ризицима, а не радикалним реформама. Истина, Кина има све већи додатни притисак да 'охлади' своје стамбено тржиште, те је један од циљева и спорији раст инвестиција у некретнине у 2017. и то кроз строжије критеријуме за стамбене кредите (нпр. кроз више авансе). Обимни кредити и фискални стимуланси одржавају многе фабрике и градилишта услед чега је Пекинг испунио циљани раст 2016.<sup>17</sup> Ипак, упркос поштравању контроле, ликвидност (М2) наставиће да расте двоструко брже од БДП.<sup>18</sup> То опет указује да ће се повећавати степен 'high-leverage' у економији и током 2017. Наиме, монетарна политика остаје снажан инструмент кинеске владе у постизању циљаних високих стопа раста.<sup>19</sup> Поред тога, снажан допринос расту даје и фискална политика. Да ли ће Кина бити у стању да се одврати од стимуланса као главних покретача раста, што ће створити услове за економски циклус самоодрживих инвестиција и потрошње, остаје можда највећа недоумица. За сада, дуг расте, по многима неодрживо, и кључне реформе се одлажу. Нпр. од 2008. активирани су огромне државне инвестиције ради подршке расту. Последично се бележи снажан раст дугова, прекомерни капацитети, раст НПЛ и промашене инвестиције. Укупни ниво задужености у кинеској привреди (предузећа, становништво, државни сектор укључујући и локал) порастао је на 277% БДП крајем 2016, са 254% претходне

---

<sup>17</sup> Инвестиције у путеве, железничку, водоводну и енергетску инфраструктуру дају подршку расту, и такође трансформише пејзаж Кине. Азијска развојна банка у извештају, марта 2017, наводи да је Кина далеко испред других земаља са ниским и средњим приходима у смислу испуњавања потреба за инфраструктуром.

<sup>18</sup> Кина циља инфлацију у 2017. од 3%, а јануарска (2017) инфлација (ЦПИ) од 2,5%, највиша је у последње две и по године. Произвођачке цене порасле су најбрже од 2008, што додатно подиже изгледе за глобалну рефлацију као произвођача и извозника (*Producer Price Index*, порастао 7,8% међугодишње у фебруару 2017; раст почео од септембра 2016, после четири и по године дефлације). Да ли је ово опасна рефлација кинеске економије остаје питање. У сваком случају она помаже корпорацијама, омогућавајући им подизање цена и генерисање прихода за покривање врло високог терета дуга.

<sup>19</sup> Кина је 2007–2015. креирала чак 2/3 од раста укупне понуде новца у свету и то у време монетарне експанзије ФЕД, ЕЦБ итд. Тренутно Кина има тек нешто мање новца у циркулацији од Евразоне и САД заједно, што је већи проблем од дугова компанија (посебно СОЕ), јер може да изазове хиперинфлацију у наредних 5 до 10 година. Дакле, генерише се економски раст кроз снажно кредитирање предузећа као и 1929. у САД, а не као 2008. у САД кроз кредитирање становништва.



године,<sup>20</sup> уз све већи удео новоодобрених кредита који се користе за плаћање трошкова сервисирања дуга.<sup>21</sup> *State Owned Enterprise* (СОЕ), тј. огромна државна предузећа, креирају 50% свих инвестиција и само 20% БПД Кине (уз тек 10% извоза) што је главна дисторзија у алокацији капитала. Велики реформски замах десио се у другој половини 1990-их, када је хиљаде државних предузећа приватизовано, што је условило велики раст продуктивности (данас у њима ради још увек  $\frac{1}{4}$  запослених). Реформе преосталих огромних државних предузећа, које се све чешће помињу, довеле би до губитка радних места у СОЕ, које су државни монополи.<sup>22</sup> Јасно је да без снажних инвестиција, добрим делом преко СОЕ, економија се не би приземљила, односно снажно успорила.<sup>23</sup> Проблем је што потрошња не може да расте довољно да би надоместила потребан допринос расту БДП, јер су инвестиције (и нето извоз) још увек његов велики генератор.<sup>24</sup> Индикативно је да су 2016. државне компаније биле профитабилније од приватних; стопа профита 8,2%, према 5,9%. Удео профита у индустрији је 18% код државних компанија (а био је скоро 50% за 2006. годину), а приватних 35,1% (а ако се додају *limited liability company*, које су приватне, онда је удео 50–55%, три пута већи од профита државних компанија). Негативна појава је да расте удео државних компанија у инвестицијама; 2006–2011. биле су 2,6 пута веће инвестиције приватних компанија, а 2016. три пута веће (2015. био исти удео). Позитиван је тренд пада удела индустрије и грађевинарства, нпр. 2010. раст ГДП индустрије и

<sup>20</sup> Telegraph, "China's economy grows faster than expected but Trump concerns and debt cloud outlook". Reuters, January, 2017, Интернет: <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/01/20/chinas-economy-grows-faster-expected-trump-concerns-debt-cloud/>

<sup>21</sup> Раст кредитирања у 2016. износио је 13% што је дупло брже од раста ГДП Кине исте године. Кина има велику предност јер су огромни кредити практично покривени депозитима становништва у банкама (депозити/ГДП 200%). Поред тога, кредити у домаћинствима немају висок левериџ (1990-их банкарски систем је био у лошијој ситуацији). Додатно, удео државног сектора константно опада. НПЛ официјелно 2%, реално до 15%.

<sup>22</sup> Влада ће наставити да се фокусира на секторе угља и челика, са плановима како би се смањили производни капацитети челика. Иначе, у Кини постоји велика принудна штедња, практично без камата, раст плата је нижи од раста ГДП и продуктивности рада (финансијска репресија). Од 1990-их приходи домаћинства су споро расли да би 2014. чинили тек 60% ГДП, док је на Западу удео 80%. Дакле СОЕ су субвенционисане на рачун домаћинства.

<sup>23</sup> Последице високих кредита према СОЕ су промашене тј. инвестиције без приноса (чак  $\frac{1}{3}$  инвестиција или 15% БДП).

<sup>24</sup> Нпр. 2000–08. стопа инвестиција порасла је на 42% са 35% ГДП, а ПБ суфицит 2008. достигао је 10% ГДП. То значи да је штедња била 52% ГДП 2008. Са Великом рецесијом уследиле су снажне инвестиције у некретнине.

грађевинарства био 16%, а 2016. тек 6%, док је раст услуга коначно био бржи (8% 2016). Око 70% раста ГДП Кине 2016. генерисано је растом потрошње, што је највише у последњих 10 година, а повезано је са растом удела услужног сектора. Три четвртине раста БДП Кине од 1979. до 2007. остварено је због раста продуктивности, а не раст запослености. Тренутно је већ 70% запослено у приватном сектору и тај удео лагано расте. Од 2012. опада *working age* популација у укупној, али питање незапослености је ипак мање критично, јер је за раст ГДП кључан био раст продуктивности. Половина популације још увек је у руралним подручјима, што је велики потенцијал за нову радну снагу.<sup>25</sup> Годишњи циљ је проналажење нових радних места за милионе радника, у супротном расте ризик социјалних немира (очекује се креирање 11 милиона нових урбаних радних места ове године, али да ипак неће држати корак са 15 милиона нових радника који ће ући на тржиште<sup>26</sup>). Велики проблем Кине је и то што она још увек има висок протекционизам, пре свега кроз фактичко спречавање уласка страних компанија на домаће тржиште.<sup>27</sup> Разлози за оптимизам у Кини су пре свега: урбанизација тек на пола пута (скоро 700 милиона руралне популације); сервисни сектор је вибрантан (*'health care'* тек на 5,5% ГДП, образовање у снажном замаху); квалитетан хумани капитал; одлив капитала није краткорочна опасност; стално се унапређује квалитет извоза; дуг је покривен штедним уложима. Чини се да је све извесније да је свет пред уласком у неку врсту мултиполарног међународног поретка. Важан, али не пресудан, моменат биће крајем наредне деценије, када ће Кина, то је све извесније, преузети место највеће светске привреде, мерено тржишним курсевима. Индикативно је да је чак две трећине раста светског БДП током последње деценије генерисано порастом производње у ЗУР, пре свега Кини, а упркос најспоријем привредном расту у 2016. у последњих четврт века, Кина је и даље највећи контрибутор глобалног раста. Наиме, од 2004. до 2014, Кина је чинила просечних 1,6 процентних поена раста светског БДП годишње (грубо око 2/5), а тренутно око 1/3, што је двоструко више од заједничког доприноса развијених економија. Генерално, САД ће и током 20-их година 21. века остати водећа глобална сила и то захваљујући снажној дипломатији и мрежи савезништава у свету, војној супремацији и доминирајућем културном обрасцу. ЕУ ће наставити да буде фокусирана на себе, по питањима као што је проширење и санирање ефеката кризе али ће, и поред тога, и даље остати снажан глобални 'играч'.

---

<sup>25</sup> У 2016. коначно је порастао наталитет за око 10% услед политике два детета.

<sup>26</sup> Успоравање увоза Кине последица је локализације производње од стране ино-компанија у Кини.

<sup>27</sup> Elizabeth Economy, "Beijing Is No Champion of Globalization. The Myth of Chinese Leadership", *Foreign Affairs*, January 22, 2017, Интернет: <https://www.foreignaffairs.com/articles/china/2017-01-22/beijing-no-champion-globalization>

## 5) ИЗВОРИ

- Anders, Aslund, "Europe's Other Populist Problem", Project-Syndicate, April 2017, Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-economic-populism-by-anders-aslund-2017-04>
- Economy, Elizabeth, "Beijing Is No Champion of Globalization. The Myth of Chinese Leadership", *Foreign Affairs*, January 22, 2017. Интернет: <https://www.foreignaffairs.com/articles/china/2017-01-22/beijing-no-champion-globalization>
- EIU, 2017. The Economist Intelligence Unit, April 19th 2017, Интернет: <http://gfs.eiu.com/Article.aspx?articleType=gef&articleId=305331214&secID=0>
- Haldane, Andrew, "The Productivity Puzzle", London School of Economics and Political Science (LSE). Published on 23 Mar 2017. Интернет: <https://www.youtube.com/watch?v=35vcXsFPpEc>
- IMF, 2017b. Video of a Discussion on the Analytical Chapters with the Authors. World Economic Outlook, April 2017. Streaming live from: Интернет: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/04/04/world-economic-outlook-april-2017>
- IMF, 2017c. Drivers of Declining Labor Share of Income. IMFdirect April 10, 2017. Mai Chi, Dao, Mitali, Das, Zsoka Koczan, and Weicheng, Lian, Интернет: <https://blog-imfdirect.imf.org/2017/04/10/drivers-of-declining-labor-share-of-income/>
- IMF, WEO Database, April 2017.
- IMF, World Economic Outlook, April 2017: *Gaining Momentum? 2017*.
- Lardy, Nicholas, Freund, Caroline, "The Resurgence of the State in the Chinese Economy?" Peterson Institute, 7 Feb 2017.
- Marzinotto, Benedicta, "The Eurozone is Still Vulnerable", Project-Syndicate, March 2017, Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-still-vulnerable-fiscal-asymmetries-by-benedicta-marzinotto-2017-03>
- Reinhart, Carmene, "Carmen Reinhart on Debt and the Global Economy", Chicago Council on Global Affairs Published on 31 Oct 2016. Интернет: [www.youtube.com/watch?v=ulRNTJDkwko](http://www.youtube.com/watch?v=ulRNTJDkwko)
- Sheehan, Spencer, "The Diplomat", March 2017, Интернет: <http://thediplomat.com/2017/03/chinas-two-sessions-and-the-2017-economic-outlook/>
- Telegraph, "China's economy grows faster than expected but Trump concerns and debt cloud outlook", Reuters, January, 2017, Интернет: <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/01/20/chinas-economy-grows-faster-expected-trump-concerns-debt-cloud/>
- Van Rompuy, Herman, Emmanouilidis, Janis, Zuleeg, Fabian, "Europe's Reform Opportunity", Project-Syndicate, April 2017, Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/europe-reform-opportunity-by-van-rompuy-emmanouilidis-zuleeg-fabian-2017-04>

[syndicate.org/commentary/eurozone-reform-opportunity-by-herman-van-rompuu-et-al-2017-04](http://syndicate.org/commentary/eurozone-reform-opportunity-by-herman-van-rompuu-et-al-2017-04)

- Здравковић, Мирослав, „Опадање релативног значаја ЕУ у светској економији (производња, инвестиције и трговина)”, *Култура полиса*, ИЕС, 2017.