



Кристијан Ристић
Давор Мацура

Финансијске регулативе Европске уније

Анализа, домети и перспективе

Београд, 2025.

Финансијске регулативе Европске уније

Анализа, домети и перспективе

Аутори:

Кристијан Ристић

Давор Мацура

Издавач:

Институт за финансије и макроекономску политику, Београд

Рецензенти:

Проф. др Александар Живковић,

Универзитет у Београду, Економски факултет

Проф. др Вујо Вукмирица, емеритус,

Универзитет у Бања Луци, Економски факултет

Графичка припрема:

Хелена Пољовка

Тираж:

100

Штампа електронској медији:

Магна принт, Београд

ISBN 978-86-81262-07-8

1. издање, Београд 2025.

Књига је објављена у електронском издању.

©Издавач задржава сва права.

Садржај

На почетку.....	5
1. Финансијска глобализација и њени домети.....	7
1.1. Интегрисани глобални финансијски систем.....	7
1.2. Финансијска либерализација и глобални финансијски токови.....	12
1.2.1. Предности финансијске либерализације.....	15
1.2.2. Недостаци финансијске либерализације.....	19
1.3. Финансијска глобализација и финансијска криза: узрочно-последични односи.....	23
1.4. Глобална финансијска криза и финансијска стабилност.....	25
2. Микропруденцијални приступ управљању финансијском стабилношћу.....	28
3. Макропруденцијални приступ управљању финансијском стабилношћу.....	34
4. Монетарна политика у функцији финансијске стабилности.....	38
5. Фискална политика у функцији финансијске стабилности.....	43
6. Регулаторне платформе у очувању финансијске стабилности ЕУ.....	48
6.1. Специфичности финансијског система ЕУ.....	48
6.2. Европски систем централних банака и изазови конвергенције у ЕУ.....	52
6.2.1. Критеријуми конвергенције.....	55

6.2.2. Место и улога ЕЦБ у очувању финансијске стабилности ЕУ.....	60
7. Криза у ЕУ и монетарни интервенционизам ЕЦБ.....	63
8. Криза јавних финансија у ЕУ.....	67
9. Солидарна одговорност за јавни дуг и реформа Пакта о стабилности и расту.....	74
10. Европски фонд за финансијску стабилност и Европски стабилизациони механизам.....	79
11. Институционални и функционални аспекти супервизије банака у ЕУ.....	85
11.1. Финансијске кризе, институционално регулисање и надзор банака у ЕУ.....	85
11.2. Књига јединствених правила за регулисање пословања банака.....	89
11.3. Јачање финансијске супервизије у ЕУ.....	94
12. Монетарно-фискална контроверза у ЕУ.....	101
12.1. Наднационални фокус монетарне и национални фокус фискалне политике.....	101
12.2. Координација монетарне и фискалне политике у ЕУ.....	108
13. Нужност чвршће интеграције монетарне и фискалне политике у функцији стабилности финансијског система ЕУ.....	115
На крају.....	134
Литература.....	152

На почетку

Питање финансијске стабилности добило је на актуелности последњих деценија прошлог века услед учесталијих банкарских криза. Из тих разлога, финансијска стабилност, тј. постизање и очување стабилности финансијског система се све чешће дефинише као експлицитан циљ централне банке, а политика финансијске стабилности има растући значај у склопу укупне економске политике. Постизање и очување финансијске стабилности није нимало лак задатак и захтева конципирање одговарајућег регулаторног оквира који укључује разне институције, правила и процедуре. Приступ регулатора је, притом, опредељен специфичностима конкретног финансијског система, и посебно је осетљиво питање у сложенијим финансијским системима, какви су финансијски системи САД и ЕУ. Финансијска стабилност и њена одрживост темељи се на чињеници да ЕУ није хомоген систем у економском смислу те речи и да су државе чланице суштински потпуно различите у погледу степена развоја и макроекономских показатеља. Затим, јединствена монетарна политика на челу са заједничком валутом „евром“ и насупрот томе фискална политика, као два стуба макроекономске политике, различито су позициониране. Монетарна политика је централизована и у надлежности Европске централне банке, док је фискална политика као њен антипод децентрализована и у надлежности влада држава чланица. Ограничен фискални капацитет и нефлексибилност фискалне политике онемогућили су правовремени и адекватан одговор ЕУ на глобалну финансијску кризу. Додатно ограничење је и непостојање јединствене политике финансијске стабилности на нивоу ЕУ, у контексту њених неизоставних елемената: регулација и супервизија, осигурање депозита и политика реструктурирања и изласка банака из система. Институционална

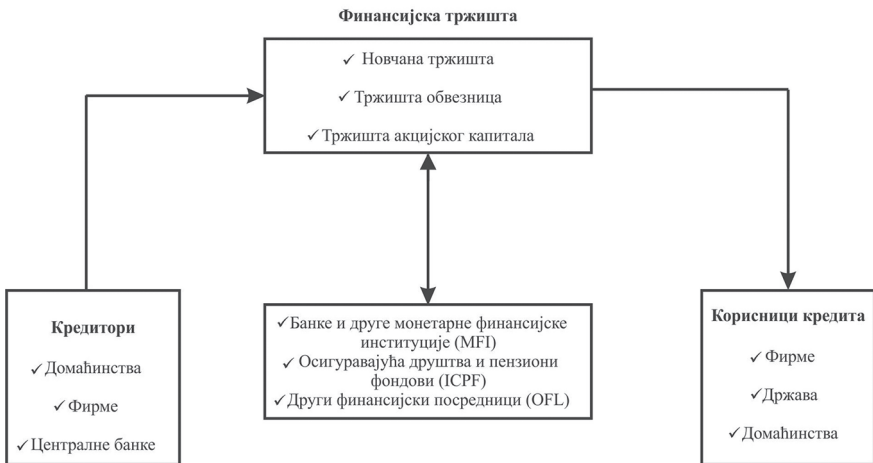
архитектура, где ће се више одлука о финансијским и економским политикама доносити на нивоу ЕУ, подразумева боље оспособљене механизме, којима ће се омогућити легитимитет донетих одлука. Банкарска унија као градуелистички покушај чвршће интеграције на нивоу ЕУ и строго праћење ефеката од формирања банкарске уније на кратак рок и брзо адаптирање на евентуалне промене, могу позитивно утицати на макроекономске перформансе ЕУ у дугом року. Међутим, услед различитог фокуса појединих држава чланица ЕУ, елементи нове архитектуре финансијске стабилности окренути су првенствено очувању заједничке валуте, а јако мало суштинској интеграцији и изградњи платформе за рано препознавање и превенцију будућих криза. С обзиром да ефекат нестандартних мера у дугом року, а посебно у посткризном периоду, доноси и потенцијалне нове финансијске тензије, као и да банкарска унија функционише као механизам поступања у кризи, а не као механизам превенције кризе, новоформирана архитектура финансијске стабилности, може бити гарант финансијске стабилности у дугом року уз увођење новог стуба ЕУ интеграције – фискалне уније.

1. Финансијска глобализација и њени домети

1.1. Интегрисани глобални финансијски систем

Финансијски систем, као саставни део економског и привредног система, сачињен је од више елемената, који на тај начин, функционално, омогућавају неометан ток финансијских средстава у једној друштвено-економској заједници. Заправо је реч о механизму, односно систему канала, којима се врши трансфер финансијских средстава између различитих група и учесника у привреди. С тим у вези, обавља се функција креирања новца, штедње, ликвидносна функција, кредитна функција, функција плаћања, функција заштите од ризика, макроекономска функција, итд. Реч је, дакле, о преносу новца, односно куповне снаге новца од финансијски суфицитних ка финансијски дефицитним трансакторима или интерактивно (секторски, кроз становништво), пословне фирме, државу, као и локални и централни ниво власти. Финансијске институције, финансијски инструменти, финансијска тржишта, као и сама централна банка у секторској финансијској интеракцији, учествују како на директан, тако и на индиректан начин (Остојић, 2009, стр. 57). У том контексту огледа се примарна улога финансијских тржишта и финансијских посредника на преусмеравање новца од оних који га тренутно имају више, ка онима који тренутно желе да потроше више (Беговић, Мијатовић, 2017, стр.13-38). Као најважније особине финансијског система истичу се динамичност, отвореност и комплексност. Појам динамичност

подразумева да се у привредном и финансијском систему перманентно дешавају промене, као и нови догађаји, који систем управо и доводе у привремена стања равнотеже и неравнотеже. Друго битно обележје је отвореност финансијског система, које говори о степену интернационализације финансијских токова и интеракцији финансијских институција на међународном финансијском тржишту. Комплексност, као трећа особина финансијског система, проистиче из субординираности учесника финансијског система државном интервенцијом. У питању су макро-економске политике, пословни циклуси, политичка воља, степен отворености привреде, макроекономска конкурентност и степен развоја привреде (Stiglitz, 2018). Финансијски систем једне земље у савременим економским условима не може, дакле, бити изолован из глобалне разменске и финансијске интеракције (Bernanke, 2010).



Извор: Allen & Carletti (2015); Улоге банака у финансијским системима, Оскфордски приручник о банкарству, УБС, Београд.

Слика 1: Приказ функционалне структуре финансијског система

На слици је приказано на који начин финансијски системи стварају финансијска тржишта, инструменте и институције, из чега произилази да добро уређен, контролабилан, а у економском смислу и функционалан финансијски систем, омогућава и адекватно подржава преусмеравање средстава у најпродуктивније сегменте употребе финансијских ресурса и представља основ и платформу привредног раста (Беговић, Мијатовић, 2017).

Стабилан и ефикасан финансијски систем од круцијалне је важности за одржив економски раст и побољшање животног стандарда, па се може рећи да су финансијски и реални сектор у директној вези. Стварање и преливање криза, као и њихове реалне последице по производњу, инвестиције и запосленост, свакако су изазови светске економије број један у савремено доба.

Основне функције које обавља сваки финансијски систем, према речима Беговића и Мијатовића (2017), су платни промет, прикупљање финансијских средстава, трансфер средстава, управљање ризицима, „фабриковање“ информација и менаџмент у подстицајима. Поменути аутори систематизују основне карактеристике финансијског система на начин да су финансијски системи обично врло конкурентни и високо регулисани. Како је сваки финансијски систем интеграција тржишта, инструмената и институција, са аспекта историје њиховог развоја и функционалних аспеката у савременој економији, произилази да су кључне речи у дефинисању финансијског система: ризик, неизвесност, информација, условна стабилност и регулација.

Како је процесом дерегулације и либерализације националних тржишта, на чије смо оквири указали, у великој мери спроведена њихова интеграција у светским оквирима, можемо говорити о глобалном финансијском систему и међународном финансијском тржишту (Ковачевић, 2009, 2012). У том контексту, кључне речи биле би отворена привреда, спољашња равнотежа, међународно кретање капитала, међународне финансијске трансакције, портфолио и стране директне инвестиције, регулисање

платно-билансне неравнотеже и међународне монетарне и финансијске институције. Ови ставови непобитно потврђују чињеницу о комплексности самог финансијског система, који у савременој економији има глобални карактер. Нове рачунарске технологије, електронске платформе, све већа употреба интернета и доступне дигиталне услуге и сервиси, који омогућавају промптни приступ тржиштима, информацијама и новцу, разлог су зашто данас можемо говорити о интегрисаном глобалном финансијском систему.

На светском тржишту капитала делује велики број различитих субјеката. Њихови мотиви у погледу преузимања различитих финансијских трансакција, а првенствено настојања инвеститора да остваре приносе, су различити. Стицање профита или неког другог вида прихода (камата, дивиденди итд.), основни су разлог међународних финансијских токова, у којима се поред физичких лица, финансијских транснационалих компанија, међународних финансијских институција и државе, јављају и централне банке, пензијски фондови и различити институционални инвеститори (Ковачевић, 2012). Вишак финансијских ресурса у једним и радна интензивност у другим земљама, као и потреба за зарадом, услов су међународне финансијске мобилности, док је финансијска стабилност и у том контексту потреба за контролом и регулацијом, услов интеграције. Регулација настаје и као резултанта потребе да се финансијске иновације, које су у великим сразмерама супституисале традиционалне банкарске послове, ставе у функцију развоја, а не само да стреме циљу остварења приноса у што краћем року.

Говорећи о основном мотиву регулације, првенствено мислимо на заштиту потрошача и инвеститора од злоупотреба и могућих губитака, услед неинформисаности или делимичне информисаности и осигурања виталности финансијског система, односно његове стабилности. Систем регулације има за циљ да помогне инвеститору да што боље процени ризик улагања и

тако спречи проблем асиметричности информација и морални хазард (Беговић, Мијатовић, 2017). Регулаторном апарату би требало додати и широку лезу инструмената, најпре монетарне, а затим и фискалне политике. У свету у коме је будућност неизвесна, заштита вредности ликвидног портфолија од непредвидивих промена у окружењу, које имају утицаја на вредност финансијске активе постаје веома важна економска активност, првенствено у погледу заштите од капиталног губитка.

Један од кључних фактора у детерминисању обима и динамике раста и развоја економије свакако је адекватан финансијски систем (Крстић, Маринковић, 2017). Здрав, стабилан и превасходно ефикасан финансијски сектор, од суштинског је значаја за раст привредне активности и смањење стопе незапослености и сиромаштва.

Стабилно финансијско тржиште и стабилан финансијски систем уопште, пружа могућност рационалнијег одлучивања од стране инвеститора (Alejandro Van Der Ghote, 2018), те да уколико ефикасност и сигурност овог заједништва изостану или их нешто нарушава, немогуће је препознати супериорност једне инвестиције у односу на другу. У том случају говоримо о неефикасној алокацији финансијских ресурса, а самим тим и о потенцијалних крхкости финансијског система (Alfonso et al. 2015). Стабилан финансијски систем у том контексту омогућава комплетност информација корисних за инвеститоре, дакле спречава асиметричност, могућност шока и моралног хазарда (Alfonso, et al. 2015).

Сведочанство о круцијалној важности стабилности финансијског система, огледа се даље у реалној економији, што је уочено током последње финансијске кризе. Криза се убрзо пренела на целу економију и довела до вишегодишње рецесије. Велики број банкарских криза широм света омогућава њихово сагледавање са квалитативног аспекта, узимајући у обзир све факторе њиховог настанка. Лакић (2009) наводи чињеницу да се ретко

дешава да само један фактор може изазвати банкарску кризу, већ је њихов број најчешће много већи. То су најчешће осцилације у реалном сектору економије, повећање каматних стопа, промене девизног курса, раст задужености једне економије, прихватање претерано високих кредитних и тржишних ризика, неадекватан менаџмент итд. Исто тако, истичу се и фактори попут неадекватног управљања активом, које се најчешће одражава лошим зајмовним портфолијом, због превелике концентрације у једном или неколико сектора, као и преваре и нерегуларности (Acharya et al. 2014).

Лакић (2009) такође указује да велики део пажње треба усмерити и на саму улогу регулатора, јер су веома често и они сами узрочници банкарских криза. Пример за то је прекорачење задатих лимита и њихова изложеност одређеним ризицима, чиме стављају интересе банке над којом врше надзор изнад интереса пореских обвезника. Код “too big to fail” доктрине регулатори допуштају пропадање мањих банака, док велике несолвентне банке национализују, због њиховог значаја за финансијски систем (Afonso et al. 2014; Calomiris, et al. 2013). Имајући у виду интегрисаност глобалних финансијских система, од посебног је значаја указати на либерализацију глобалних финансијских токова, те њихове предности и недостатке.

1.2. Финансијска либерализација и глобални финансијски токови

Када говоримо о финансијској глобализацији важно је напоменути да је једна од њених најбитнијих компоненти свакако међународно кретање капитала, који је као процес омогућен од стране његове либерализације. У расправама око финансијске глобализације, која је за последицу имала финансијску дерегулацију, тј. либерализацију, према наводима Махмутовића и Таловића (2014), она је и произвела интеграцију на тржишту

капитала и постала друга веома битна карактерна црта глобализације, упоредо са либерализацијом трговине.

Неочекивани раст у структури глобалних токова капитала, као и развој првих међународних тржишта капитала, започео је 70-их и 80-их година прошлог века, као последица укидања царина и осталих препрека када је о светској трговини реч. У својим научним истраживањима Махмутовић и Таловић (2014) истичу да се у складу са правилима Међународног монетарног фонда (у даљем тексту: ММФ), у отвореним тржиштима капитала иницира укидање прописа, као контролних механизма токова валута у и изван земље, чиме се спроводи финансијска дерегулација, која последично укида непосредне интервенције државе у структурирању финансијских актива банака и финансијских групација. Тако је либерализација тржишта капитала препозната као неизоставан, опредељујући фактор за све сиромашне земље, које би на тај начин привукле директне стране инвестиције, те самим тим посегле за различитим изворима новца зарад превазилажења потешкоћа, и тако потпомогле свеукупну финансијску стабилност. (Махмутовић, Таловић, 2014).

Са друге стране, када је реч о банкарским системима у развијеним земљама, они су у нови век закорачили упоредо са многобројним процесима технолошких иновација, јаке тржишне конкуренције, укрупњавања и дерегулације. Иновације које су потом уследиле, подразумевале су стварање нових банкарских „производа“, адаптирајући се банкарским процесима и новим технологијама, управљачким методама и техникама мерења ризика (<https://thefinancialbrand.com/89538/best-global-banking-innovations-2019>, приступљено 30.10.2019)

Дерегулацијом је, такође, подстакнут развој нетранспарентних облика банкарског пословања. Увођењем виртуелних финансијских операција, као центара удружених механизма економске и финансијске глобализације, омогућена је доминација значајног износа шпекулативног капитала. Трговина валутама,

интернационализација финансијских тржишта, уз непрекидно отварање нових тржишта, валутних фјучерса и опција, развој механизма хеџирања и управљања ризицима, омогућили су слободно премештање огромних финансијских средстава кроз националне границе, али и до измене функције новца у глобалној економији (Laeven, 2018). На тај начин деривати су створили нове могућности шпекулација заснованих на промени валутних курсева, акција и других финансијских актива (Стојанов, Драшковић, Лакић, 2014; Brunnermeier, et al. 2018).

Појам глобализација декларише се као усмерен, организован процес, којим се путем међународних и институционалних посредника националне економије умрежавају. Из овога следи да је је заправо реч о истовременом процесу детериторизације и интеракције међународног трговања радном снагом, услугама и капиталом, уз неизоставну подршку глобалне информатичке и комуникационе стратегије. Глобализација финансијских тржишта, извршена у неколико фаза, подразумева губитак националних граница остварених финансијским трансакцијама и трговањем на глобалном нивоу.

Прва, кључна фаза, која се одвијала шездесетих година XX века довела је до формирања већег броја економских интеграција, брзог раста међународног трговања и либерализације финансијских прописа. Током 70-тих година одвијала се друга фаза, у којој су уочени и први проблеми у вези са нафтним кризама, а исто тако и појаве платнобилансних дефицита и токова долара у већем броју земаља. У осамдесетим годинама прошлог века постају уочљивији већи степен интегрисаности на европском тлу, дерегулација банкарских активности, масовна имплементација информационалних технологија у банкарству и слично. Резултат очигледне динамике развојно оријентисаних банака свакако је убрзани раст међународних финансијских трансакција. Национална тржишта, сувише уска и мала за појам великих банака, остајала су у сенци, те се банке интуитивно окрећу међународном тржишту у тражњи за већим профитима (Ристић, 2018).

Теоријски приступ, поткрепљен аргументацијом, заступа становиште да је до развоја поменутих међународних активности дошло услед динамичног привредног развоја на светском плану. Ипак, на убрзани развој међународних финансија утицали су фактори који своје корене вуку од промена, насталих пре свега у националним банкарским системима, као и промена у самом међународном финансијском систему (Stiglitz, 2018).

1.2.1. Предности финансијске либерализације

Финансијске системе, које карактерише доминантна позиција и економски интервенционизам државе, аутори су прозвали финансијски репресираним системима. Финансијска либерализација омогућава бројне предности, али су те предности превасходно доступне већ припремљеним актерима за операције на глобалним тржиштима. Са становишта дужника, глобална финансијска тржишта нуде много већи број могућности коришћења штедње остварене у другим земљама/регијама по нижим трошковима. Упоредимо ли задуживање на локалном тржишту, дужници имају знатно већи број могућности коришћења великог броја финансијских инструмената на међународним тржиштима, а истовремено су у могућности да осигурају финансијске трансакције коришћењем деривативних инструмената. Транспарентнији капитални рачун платног биланса подразумева већу финансијску ефикасност и иновативност, као резултате изложености домаћег финансијског сектора глобалној конкуренцији. Инвестиционе одлуке, засноване на међународним каматним стопама, указују на експанзију, како индивидуалног, тако и укупног економског благостања.

Финансијска глобализација, према наводима Лакића (2009), је уз помоћ снажних економских фактора постала концепт стварања универзалног тржишта у финансијама, а у том контексту и незаобилазан сегмент нове теорије финансијске економије.

Међународни финансијски систем у то време претрпео је значајне промене, изазване поремећеним односима економске моћи најразвијенијих земаља света. Након проглашења да се долар не може конвертовати у злато, светске валуте су изгубиле до тада једино формално покриће вредности валута у племенитом металу. Реакција на новонастале услове на међународним девизним и финансијским тржиштима, била је појава бројних, до тада непознатих финансијских инструмената (Чаушевић, 2004). Банке су на тај начин изгубиле доминантну улогу у финансијским системима, а изворно банкарство је претрпело трансформацију, што је за последицу изазвало диференцијацију финансијских услуга. Конкуренција у банкарству и на финансијским тржиштима довела је до изједначавања понуде финансијских услуга у оквиру делатности једне финансијске институције.

Уколико се критички осврнемо на финансије којима управљају банке, закључујемо да тржиштима почињу да управљају институционални инвеститори (Saundaresan, et al. 2014). Логика банкарства, тј. интермедијација банкарског система, представља традиционални и сложени облик централизованог хијерархијског система. Фундамент децентрализованог хијерархијског система (финансијска логика), настао финансијском глобализацијом, може се препознати и на финансијским тржиштима. Увођењем небанкарског кредитирања започета је пракса финансијског инжињеринга. Диверзификација актива институционалних инвеститора постала је условљена широким дијапазоном актива и дубином секундарних тржишта. Такође, успостављена је и концепција замене традиционалног банкарског кредита са финансирањем активе, које адекватније усаглашавају потребе корпоративних клијената, а самим тим и профиле ризика. (Beckmann, et. al. 2011). Глобалне карактеристике финансијског система и у функционалном смислу финансијске либерализације, утицале су на улазак немачких, француских и других финансијских институција на америчко и тржиште

финансијских услуга и обрнуто. Резултат је корпоративни нагласак на финансирање путем тржишта капитала (Dell Ariccia, et al. 2012; Farhi, et al. 2012).

Прилично разнолик развој тзв. „нових” кредитних производа и других финансијских иновација имао је огроман утицај на поменуте процесе. Дериватни инструменти, као нови финансијски производи, дизајнирани су да би били адаптивни околностима времена и тржиштима на којима се њима тргује (Volfram, 2000). Стратегије које примарно користе ове финансијске производе осмишљене су у тежњи да представе ефикасан механизам редистрибуције ризика, као и тенденција да се заобиђу регулације и пронађу такозване “рупе” у законима. Међу основним постулатима испољавања финансијске глобализације засигурно се могу издвојити бројност и разноликост. Дерегулација банкарских активности, која се посматра као процес постепене либерализације финансијских токова на националном и светском плану, такође је утицала на развој међународног банкарства. Ово се посебно сагледавало кроз могућност трансфера капитала преко граница, без ограничења. До краја осамдесетих година прошлог века извршена је такозвана неформална дерегулација, до када су банке користиле могућности које нису биле прописане законом, а затим је уследила и формална дерегулација прописа.

Убрзо након тога у САД је донет закон којим се укида подела на инвестиционе и комерцијалне банке и на тај начин извршена је либерализација формирања каматних стопа, како у САД, тако и у Европи. Експанзијом и увођењем информационих технологија у банкарски сектор дошло је до његовог значајног унапређења. Применом информационих технологија такође је енормно убрзана обрада великог броја података, те је број обрађених информација постао неограничен. Захваљујући оваквој примени, тенденције банкарског, као глобалног тржишта, постале су реалност, јер се пласирање информација одиграва без географског

и временског ограничења. Испољавање глобалне финансијске интеграције може се свакако приписати некадашњем, а и данас важећем концепту денационализације финансијских токова, увођењем трансационализације у привредне активности, глобалном конкуренцијом и кластеризацијом економије.

Према мишљењу Чаушевића (2004, 2015) есенција финансијске либерализације може се пронаћи у елиминацији утицаја државе на усмеравање кредита, каматних стопа, власништва над капиталом банака и на слободу кретања међународног капитала. Теза почива на теорији да економија, у којој држава непосредно утиче на усмеравање кредита и на тај начин лимитира каматне стопе на депозите, има за последицу пад штедне и инвестиција, као и неефикасну дистрибуцију и алокацију финансијских средстава. Научна расправа, иницирана управо на овим тезама, почивала је на макроекономској теорији о субоптималном економском понашању.

Када говоримо о слободнијим токовима капитала, њихов допринос се заснива на успостављању ценовног механизма на објективнијим међународним основама, већој алокативној ефикасности, конкурентској дисциплини, оптимизацији управљања агрегатном штедњом и инвестицијама, отварању рачуна капитала, а исто тако и на омогућавању међународне портфолио диверзификације. На тај начин долази до значајног смањења постојећих ризика, што се може приписати позитивним аспектима финансијске либерализације и глобализације. С обзиром на то да се локалне финансијске институције суочавају са иностраним конкуренцијом, повећавајући на тај начин ниво едукације и знања, снижавајући трошкове и користећи напредније технологије, финансијска глобализација може унапредити финансијски систем у земљи дужника. Уколико ову ситуацију посматрамо са становишта штедиша, финансијских инвеститора и зајмодавца, финансијска глобализација омогућава шири избор улагања у велики број финансијских инструмената, са разноврснијом

структуром приноса и ризика, што неизоставно доводи до ефикаснијег структурирања портфолија, уз повећање приноса и смањивање ризика. Овај процес започет је са различитих полазних позиција земаља у различитим светским регионима (Лакић, 2009; Стојанов и др, 2014; Живковић et al. 2019).

Наведене предности и могућности првенствено стоје на располагању актерима на локалним и глобалним тржиштима капитала који имају информационе предности, али и предности у расположивим финансијским средствима. Потенцијални дужници, као што су компаније, могу остварити бенефите прибављањем додатних финансијских средстава за инвестициона улагања на глобалним финансијским тржиштима (Чаушевић, 2015).

С тим у вези финансијска глобализација о којој у великој мери говоримо на овом месту подразумева и либерализацију новчаних токова што је и кључна компонета глобализације у економском смислу. Ако бисмо систематизовали предности које финансијска либерализација носи могли бисмо издвојити и следеће: јачање конкурентног финансијског система, лакша и бржа доступност финансијских ресурса, нижа цена коришћења финансијских ресурса, јачање капацитета финансијских институција и др.

1.2.2. Недостаци финансијске либерализације

Процес финансијске либерализације, коме је приступио велики број земаља средином седамдесетих година прошлог века, имао је интенцију да се већом финансијском интегрисаношћу у глобално тржиште капитала искористе предности које оно пружа. Ипак, том процесу нису све земље приступиле на исти начин. Стратегија нагле финансијске либерализације коју је примењивала једна група земаља третирана је као шок терапија, док су друге земље овом процесу приступале постепено, ослањајући се на градуалистичку стратегију.

Неолиберални заокрет економских идеја указао је и доказао да је државна интервенција проблем, а не решење, а да стабилна монетарна политика и радикална пореска умањења, засигурно производе здраву привреду. Централне банке, под притиском конкурентних генератора глобалне економије, требало је да следе монетаристички правац и Мастрихтски споразум, успостављањем широког неолибералног оквира. Значајан заокрет учињен је према отвореној форми финансијализације, са рапидним растом страних директних инвестиција и портфеља инвестирања. Финансијска тржишта прихватила су снажан талас дерегулације и иновација и на тај начин, постала веома важан инструмент координације и концентрације богатства. Нерегулисана финансијализација са девизним шпекулантима приморала је готово све владе европских земаља да олабаве европски механизам девизног курса и скрену поглед са магловите и неистражене улоге хец-фондова (Ристић, 2014, 2018).

Према Кругману (2008, 2012), хец-фондови, по правилу, шпекулишу позајмљеним средствима и на тај начин привлаче инвеститоре. Деререгулацијом банкарства, произведени су шпекулантски мехури у алокацији кредита на тржишту некретнина, као и фискална политика скраћења личних и корпоративних пореза (ради подстицања инвестиција). Овим приступом промењена је и мисија Централне банке, која је до тада бринула о очувању пуне запослености, а затим прешла на борбу против инфлације, односно на макроекономску стабилност (Ристић, 2017).

Колапс финансијских мехура био је изражен на више начина и то кроз поремећене цене активе, одлазак радне снаге, бекство капитала и интерна банкротства, а у коначници је довео и до озбиљне депресије, која је оборила привредни раст, снизила потрошњу, а незапосленост повећала чак двоструко. Путем међународне конвергенције, економске идеје су утемељиле неолиберални програм заснован на редуковању фискалног дефицита, уравнотежењу буџета и контроли инфлације, заобилазећи

пуну запосленост и правичну расподелу дохотка. Упоредо са имплементацијом неолибералног пројекта, светска економска криза озваничила је померање централног тежишта глобалне економије из сектора производње у сектор финансија, драстично умањујући значај привредне активности.

Када говоримо о револуцији у домену новца и финансија на путу од некадашњег третмана реалне економије до данашњег моћног и појавног узрочника глобалне економске кризе, свакако се морају имати у виду најважније фазе у развоју економске теорије и науке. Развој новца, поготово финансија, углавном се није превише заснивао на теоријским и доктринарним постулатима, већ је много више био под утицајем интереса и политике најмоћнијих и стварних односа у глобалном амбијенту. Међународна дужничка криза условила је формирање париског и лондонског клуба поверилаца. Уследило је сламање високе стопе инфлације у глобалним размерама, уз коинцидирање са дугорочним остваривањем нижих стопа економског раста у развијенијем делу света. Осетна је све мања транспарантност у домену новца и финансија, као и све учесталије и веће турбуленције и кризе у либерализованом и глобализованом свету новца и финансија. Долази до изнуђеног, официјелног формулисања и афирмисања категорија финансијских система, усмереног на свеобухватно, организовано коришћење и располагање новцем у свим постемисионим фазама и доменима. Очигледна је изнуђена и растућа “мека”, пруденцијална дерегулација сурогата за ранију, у новим условима неприкладну, државну регулацију и финансијску репресију, уз перманентно постојање контраверзи о потреби или неприкладности било каквих супранационалних института и чвршћих функција (Ристић, 2018; Чаушевић, 2004; Beck et al. 2016).

Трансформација ММФ од првобитног девизнокурсног мониторинга, са слабом сопственом монетарном функцијом, ипак има респектабилну улогу „светског финансијског полицајца”. Након

слома Breton Woods аранжмана (крајем седамдесетих), трансформише се у моћну макроекономску, а не само мониторинг институцију, утолико пре што је у последње две деценије додатно званично оснажена јаком улогом глобалног финансијског супервизора, Вашингтонског консензуса, као практичног, извршног концепта неолибералног тржишног фундаментализма. Након Другог светског рата, долази до развојне етапе државне хиперрегулације, тзв. финансијске репресије, укључујући и Breton Woods аранжман. Слабости и критике хиперрегулације и „финансијске репресије“ само су најави и увод у велике, „револуционарне“ промене које ће се одиграти у домену новца и финансија.

Међународна финансијска либерализација и поред споменутих неспорних практичних користи, подразумева и одређене ризике, препознате у теорији. Као главне недостатке финансијске либерализације Фикрет Чаушевић (2004, стр. 56) наводи: „Отворен рачун капитала може довести до „извоза“ или одлива домаће штедње, што у капитално оскудним земљама може да умањи инвестициони развој. Конвертибилност рачуна капитала може да изложи економију већој макроекономској нестабилности услед волатилности краткорочних капиталних кретања, ризика капиталних одлива и потенцијалних негативних екстерних ефеката на друге сфере“.

Чаушевић (2004, 2015) даље наводи да прерана либерализација рачуна капитала може привући значајне капиталне приливе, подстаћи апресијацију девизног курса и дестабилизovati економију која мигрира кроз фазу сензитивних структурних реформи и обрнуто. Конвертибилни рачун капитала може довести до појаве нарастања финансијских мехура, посебно у сектору некретнина и на тржишту акција, чије пуцање може имати негативне екстерне ефекте на економију у целини. Финансијска глобализација, дакле, доноси и користи и ризике, изражене у мањој или већој мери, а у зависности од стратегије приступа овом процесу.

1.3. Финансијска глобализација и финансијска криза: узрочно-последични односи

За последњих тридесет година у светској економији забележено је неколико сигнификантних финансијских потреса мањег или већег интензитета. Према мишљењима већине економиста, добар део финансијских криза осамдесетих година прошлог века је последица комбинације лоше макроекономске политике, праћених негативним екстерним шоковима (Coterelli, 2015). Највеће финансијске кризе догодиле су се 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893, 1907, 1930–1933 и последња 2007. године, а дешавају се углавном када у финансијском систему дође до одређених поремећаја, који у великој мери повећавају проблеме негативне селекције и моралног хазарда (Целетовић, Шубара, 2017). Земље у развоју дуго су успевале да избегну финансијске потресе, а највећу заслугу за њиховим одлагањем имао је прилив капитала којим су земље у развоју финансирале екстерну неравнотежу. Овај прилив капитала одлагао је неопходне процесе прилагођавања у циљу отклањања екстерне неравнотеже. Финансирање дефицита буџета од стране монетарних власти, као подршка у решавању проблема унутрашње равнотеже, неизоставно упућује на екстерну неравнотежу, која у ситуацији када смањење девизних резерви достигне ниво који покреће шпекулативне нападе у правцу девалвације националне валуте постаје неодржива.

Са друге стране, модели друге генерације криза усмерени су искључиво на ситуације у којима су шпекулативни напади били успешни. На девизним тржиштима појединих земаља валутне кризе и шпекулације ретко када се задржавају у истим оквирима. Путем различитих канала ефекти валутних криза врло брзо се трансферују и на остале економије. Присутни трендови финансијске глобализације, експанзије међународног банкарства, као и либерализације кретања капитала, утицали су на егзистенцију

високог степена финансијске повезаности и интегрисаности националних финансијских тржишта, те је на тај начин створена могућност да се финансијски потреси на једном тржишту веома брзо пренесу и на остала тржишта. Финансијски потрес одевен у плашт валутне кризе, у једној земљи може проузроковати одлив капитала из целог региона. Активности шпекуланата могу деловати и дестабилизујуће на кретање финансијског тржишта, у ситуацијама када на финансијском тржишту купују финансијску активу у току раста њене цене. Са повећањем тражње за активом чија је цена у порасту, шпекуланти заправо подстичу раст цена, рачунајући на то да ће у моменту продаје остварити профит, односно позитивну разлику између ниже куповне и више продајне цене. Оваквим приступом шпекуланти заправо стварају разлику у цени која им доноси профит (De Archy, 2008; Степановић-Петрач, 2008; Bolton, et al. 2011).

Интересантно је посматрати шпекулативне активности и на спот девизном тржишту, уз пројектовање будуће вредности девизног курса (Brandao et al. 2013). Уколико учесници на девизном тржишту процене да ће уследити смањење вредности домаће валуте (девалвација/депресијација), шпекуланти повећавају потражњу за страном валутом, како би након промене вредности девизног курса остварили профит продајом стране валуте по већој цени. Успостављањем режима фиксног девизног курса шпекулације на девизном тржишту попримају дестабилизујући ефекат на девизно тржиште. У тој ситуацији најгори сценарио који може да се деси шпекулантима јесте да централна банка заузме одбрамбени став по питању фиксног паритета националне валуте. Тако шпекуланти сnose финансијски губитак, еквивалентан разлици између више куповне и ниже продајне цене стране валуте. Највећи трошак у току шпекулативног напада за централну банку огледа се у губицима девизних резерви, те уколико не успе да одбрани фиксни паритет у току напада, поред губитака девизних резерви, централна банка мора сносити

и трошак у виду смањења кредибилитета, услед неиспуњења свог основног циља, одржавања фиксног паритета националне валуте девизног курса (Степановић-Петрач, 2008).

1.4. Глобална финансијска криза и финансијска стабилност

Како је глобална финансијска криза у основи банкарска криза, осврнућемо се на нове улоге међународних монетарних и финансијских институција и у том контексту довести у везу финансијску кризу, глобално институционално окриље и финансијску стабилност. Са циљем разрешења кризе међународног банкарства, а посебно кризе задужености, указана је потреба за оснивањем посебне институције, додатног кредитора банкама и земаља, које су у тешкој финансијској ситуацији. Ова институција омогућила би повећање средстава ММФ, реорганизовање дугова (дугорочно са ниским каматним стопама), либералнију спољнотрговинску политику, стабилнији међународни монетарни систем, са координираном и агресивном политиком привредног раста развијених земаља и дугорочно рефинансирање по ниским каматним стопама већег дела дуга земаља у развоју. Модел субвенционисања каматних стопа према Brittany, иницира предлог покретања олакшица компензаторског финансирања каматних стопа и растерећења обавеза плаћања по доспелим каматама (око 40 млрд. \$ годишње), као и субвенционисања каматних стопа компензирањем дела и целине повећања вредности долара. Таквим приступом субвенције би се додељивале у виду директних субвенција, у виду субвенција као помоћ банкарским и финансијским каналима и у виду субвенција кроз дугорочне концесионалне кредите ММФ (Петровић, 2014).

Олакшице међународног кредитирања алиментирале би банке, док би ММФ, својим механизмима, финансирао земље-чланице. Секундарно тржиште би се покренуло код

конвертовања дугова банака, као и за олакшице компензаторског финансирања каматних стопа. У том смислу то би инкорпорирало конвертовање зајмова банака у хартије од вредности, односно обвезнице са нижим каматама и дужим роком доспећа, које би откупљивале међународне финансијске организације са попустом и постепеним повраћајем средстава за отплату дугова од стране дужника. Са друге стране, ту су олакшице компензаторског финансирања каматних стопа, чији је задатак да замене један од финансијских механизма ММФ са задржавањем принципа условљености. Заједничке хартије од вредности ММФ и Светске банке служиле би да се прикупе средства за финансирање отплата доспелих дугова.

Овај предлог, попут предлога о есконтовању проблематичних зајмова комерцијалних банака преко централних банака, односно скидање проблематичних дугова са биланса комерцијалних банака и откупљивање зајмова од стране централних банака, са обавезом одобравања нових кредита дужницима од стране комерцијалних банака, у својој основи, треба да допринесе олакшање терета дуга земљама у развоју. Подела рада између банака и ММФ, суштински англобира директну формалну сарадњу, која на бази протока информација на релацији ММФ – банке, омогућава сарадњу у процесу реорганизације дугова, прибављање гаранција ММФ за рефинансирање или реесконтовање комерцијалних зајмова, прецизно дефинисање одговорности банака и ММФ у области специјализације. У том случају банке имају улогу да кредитно способнијим земљама позајмљују новац, а улога ММФ-а је да позајмљује од банака и да на тај начин финансира најсиромашније.

Наведено имплицира успостављање функционалније информативне основе у виду консултација и поделе ризика између банака, ММФ и Светске банке, успостављајући принцип „земља по земља“, примене клаузуле унакрсне одговорности и кофинансирања, и коначно, отварања новог шалтера ММФ

(Исто, 2014). У том смислу, глобална финансијска стабилност је условљена бољом међународном сарадњом између јавних и приватних кредитора, и захтева уску везу кредитора и дужника, веће коришћење кофинансирања у споразумима са регионалним развојним банкама (Азијска развојна банка и Интерамеричка развојна банка) и Светском банком, као и веће износе кредита за платнобилансне и буџетске дефиците одобрене од стране приватних комерцијалних банака. Овакав приступ омогућио би прикупљање и селекцију информација о земљама дужницима за мање и средње банке, разматрање планова развоја земаља, њихових потреба за страним финансирањем, вредновање ризика страног кредитирања и контактирање са зајмотражиоцима на добровољној основи.

Светска финансијска криза је потврдила да ни најразвијеније државе нису поседовала одговарајући регулаторни оквир за реструктурирање и пружање подршке банкама које су имале значајне проблеме у свом пословању. Приступи су се разликовали од државе до државе, али су у сваком случају подразумевали доношење одлуке између спашавања или затварања проблематичних финансијских институција. И у једном, ни у другом случају трошкови интервенције подразумевали су значајне трошкове, који посебно у случају ангажовања јавних средстава (баилоут) имају далекосежне последице по стабилност финансијског сектора убудуће. Из тих разлога, очување финансијске стабилности постало је глобални проблем, а формирање оквира за њено очување постао изазов како националних регулаторних тела, тако и међународних финансијских институција. У том смислу, друго поглавље првог дела дисертације посвећено је функционалном значају и донетима финансијске стабилности.

2. Микропруденцијални приступ управљању финансијском стабилношћу

Развијене економије у протеклим годинама с правом су усмериле пажњу на пропусте у финансијском надзору и финансијској регулативи. Ипак, резултати оваквог преусмерења нису увек били конструктивни приликом смањења системског ризика, подстичући развој финансијских тржишта, у циљу задовољења потреба све сложеније и међусобно повезане глобалне економије (De Bandt et al. 2015).

Банкама нису неопходни високи нивои капитала све док су профитабилне и све док се њима добро управља, међутим хипотекарна пракса и малверзације у погледу кредитне документације пролазиле су без контроле, што је на хипотекарном тржишту изазвало повећање ризика. Узимајући у обзир проблеме моралног хазарда, пруденциона контрола у фокус ставља не само адекватност капитала, већ и ризике, попут кредитног, тржишног и оперативног. Ово такође подразумева процену изложености ликвидносним стресовима, што је пре кризе у САД било занемарено и на крају довело до урушавања капитала, које је губитке на хипотекарном тржишту мултипликовало. Тачније, у питању је ризик који је изван банака и који није био добро надзиран.

Поједине финансијске институције, са својим здравим темељима, неопходан су услов за здраво функционисање финансијског система. Ипак, то само по себи није довољно услед сложености финансијског система, као и проблема који могу

произаћи у погледу ризика од „контаминације“. Радње које се одвијају на нивоу појединих институција могу утицати дестабилизујуће на систем као целину, услед њихове интеракције на финансијским тржиштима, структуре мреже чији су саставни део, као и од понашања других финансијских институција. Разматрањем теорије опште равнотеже могло би се закључити како макропруденцијална политика заправо узима у обзир опште ефекте равнотеже, за разлику од микропруденцијалних супервизора, који их обично занемарују. За постизање отпорности унутар сваког финансијског система, неопходно је преусмеравање фокуса са појединачне институције и комплетирања перспективе на нивоу система. Микропруденцијални надзор потребно је надоградити макропруденцијалном политиком, која за свој крајњи циљ има повећање отпорности система, смиривање наглих пораста и ублажавање последица банкрота, уз неизоставно неутралисање системских ризика (Demirguc-Kunt, 2015, Думичић, 2015).

Владе микропруденцијалне и макропруденцијалне политике користе исте алате и инструменте пруденцијалне политике који се примењују и на нивоу појединачних компанија, али није нужно да их користе за исте циљеве. Микропруденцијална политика прилагођава капитал на основу ризика појединих институција, док макропруденцијална политика прилагођава укупне нивое капитала на основу финансијског циклуса и системске релевантности, у циљу заштите од системског повећања ризика. Иако се сврха и подешавање могу разликовати, обе политике зависе од инструмената капитала и ликвидности који се примењују на нивоу појединачне институције. Пруденцијални стандарди су, у суштини, сигурносни стандарди који пружају подршку отпорности, како појединачне компаније, тако и читавог система. Употреба сличних инструмената углавном подразумева идентичне канале преноса и на тај начин чини интеракцију између микропруденцијалних и макропруденцијалних

политика посебно јаком у односу на релације између других јавних политика. Потреба да се узму у обзир или кумулативни или супротстављени ефекти инструмената, у ситуацији када се користе за различите сврхе, може довести до тензија.

De Bandt et al. (2015), Caprio et al. (2015), Calomiris (2015), Demirguc-Kunt (2015) и Cetoreli (2015) истражију и наводе да макропруденцијална политика може укључити уопштенију регулацију тржишта и на тај начин довести у питање координацију са регулаторима тржишта и проширити се на ентитете у сектору банкарства у сенци. Системски ризик исто тако може еволуирати као последична реакција на финансијске иновације или прописе. Дакле, параметар макропруденцијалне политике и њени активни инструменти ће можда морати да се прилагоде током времена. Основа свих финансијских институција мора бити здрава, али је недовољан услов за финансијску стабилност. У исто време, стабилнији финансијски системи имају заштитне слојеве, креиране у циљу повећања њихове отпорности, а доприносе здравом темељу институција које чине његов саставни део. По наведеним ауторима макропруденцијална власт настоји да открије претње стабилности финансијском систему, које произилазе из других области јавне политике, попут микропруденцијалне, макроекономске или структурне. У својим настојањима, као и у очекивању одговарајуће реакције, макропруденцијална политика може знатно допринети одржању системског ризика, до одређених граница. Уколико успе у својим тежњама, то ће се одразити на стабилније окружење у којем појединачне финансијске институције послују, али и олакшати спровођење политике микропруденцијалног супервизора.

У сваком случају, обе политике међусобно се јачају, те се из тог разлога могу сматрати комплементарним деловима заједничког оквира политика, усмереним на очување финансијске стабилности. Свакако да се могу појавити и случајеви када и друге политике, попут монетарне на пример, морају да пруже помоћ у

очувању финансијске стабилности. Ово може бити случај услед ограничења у ефективности пруденцијалних алата. Како су циљеви ове две политике веома уско повезани, а алати које користе у свом спровођењу могу бити исти, може изазвати како комплементарност, тако и тензију, чак и политичку конфузију у погледу тога који би орган требало да делује или који је инструмент потребно употребити. Јер, постоји могућност да се власти неће сложити по питању могућих последица конкретне политичке акције или са временском одредницом предвиђене интервенције. Приликом ограничавања повећања системског ризика, макропруденцијална политика фокусира се на финансијски циклус и јачање отпорности финансијског система. Са друге стране налазе се инструменти микропруденцијалне политике, попут захтева адекватности капитала, засновних на ризику, који могу бити проциклични. Супервизор микропруденцијалне политике углавном се бави минималним опсегом капитала, потребно ради осигурања отпорности поједине институције у датом тренутку. Иако овај супервизор може узети у обзир утицај циклуса на појединачне институције, макропруденцијални орган је ипак погоднији за процену нездравог раста кредитних циклуса и процену интеракција унутар финансијског система, као и између финансијског система и шире економије. На тај начин могу се појавити случајеви у којима су присутне тензије између системског приступа макропруденцијалног органа и мера које су специфичне за институцију које је изабрао микропруденцијални супервизор (потенцијални притисци раздуживања у ситуацијама када су микропруденцијални стандарди на веома високом нивоу након шока). У току фазе негативног тренда кредитног циклуса, макропруденцијална одлука о ослобађању капиталних резерви, како би се спречило прекомерно раздуживање, може имати негативне импликације за слабије институције и последично утицати на активности микропруденцијалног супервизора (De Bandt et al. (2015), Caprio et al. (2015), Calomiris (2015), Demirguc-Kunt (2015), Cetoreli (2015)).

Добро разумевање функција микропруденцијалне и макропруденцијалне политике може помоћи да се искористи њихова комплементарност, што ће свакако олакшати координацију и консултације између надлежних органа. Отворена комуникација, размена информација и транспарентност, основни су темељ за ефективно функционисање. Механизми који се примењују могу бити више или мање формализовани, али учесталост контаката, укључивање виших инстанци и отворена размена, предуслови су за доступност комплетних информација свим странама. Ово умногоме смањује вероватноћу разлика у ставовима, а уколико се и појаве, олакшава њихову рану идентификацију и решавање. Отворени дијалог и конструктиван изазов такође су корисни показатељи приликом доношења разумних одлука и служе промоцији воље да се поступа у вези са инхерентно тешким одлукама. Неке од тих одлука тичу се тога када и како поступити да би се ограничили опасни кредитни циклуси или да би се смањио ендогени ризик у појединим областима. Прва одлука односи се на процену системског ризика.

И микропруденцијалним и макропруденцијалним регулаторним органима потребан је увид у системски ризик, на основу којег ће темељити своје потезе у циљу процене, односно импликација за институције под надзором и на рањивости у финансијском систему, подразумевајући и оне које су резултат интеракција са широм економијом. Ово се може урадити из различитих перспектива, користећи при томе различите вештине и аналитичке технике, што може довести до бољег приступа процењивања. Регулаторна поставка може додатно ојачати подстицаје за сарадњу и међусобно разумевање различитих политика. Таква поставка може укључивати унакрсну заступљеност власти у телима која доносе одлуке о политикама. Међусобно представљање у управним структурама може се сматрати напредним обликом сарадње и размене информација, што подразумева одређене користи. Активно учешће

микропруденцијалних креатора политике у целокупној формулацији и спровођењу макропруденцијалне политике суштински је део овог механизма координације. Макропруденцијални орган треба да буде укључен у вођење микропруденцијалне политике, али не и у доношење одлука надзорних органа, које се тичу појединачних институција. Јавне препоруке, издате од стране макропруденцијалног органа, могу се користити као средство за вршење додатног притиска, у циљу постизања договора. Такве препоруке би требало издавати без јавног објављивања, али то би, по дефиницији, био нетранспарентан приступ. Препоруке могу наложити да се креира или активира инструмент потребан за решавање системског ризика или за укидање политика које су идентификоване као извор системског ризика. Ако се не поступа у складу са њима, а разлози се обелодањују, одговорност за системски ризик *de facto* постаје заједничка (De Bandt et al. (2015, стр 635-677), Carpio et al. (2015, стр. 677-697). Calomiris (2015), Demircuc-Kunt (2015), Cetoreli (2015) потврђују исто у својим опсежним истраживањима.

3. Макропруденцијални приступ управљању финансијском стабилношћу

Светска финансијска криза из 2008. довела је у питање вођење монетарне политике. Пре кризе, монетарна политика у многим индустријским земљама прилагодила је краткорочну номиналну каматну стопу како би се одржала стабилност цена, одржала пуна запосленост или постигла комбинација оба. Након кризе, у академским и политичким круговима почела је дебата о томе да ли монетарна политика такође треба да се позабави ризицима финансијске стабилности.

Да ли монетарна политика и макропруденцијална политика морају да се координишу како би заједнички одговориле на изазове макроекономске и финансијске стабилности? И ако је тако, да ли их треба координисати континуирано, само у доба финансијских превирања и великог пада економских активности, или само у доба финансијског процвата и брзих економских експанзија, постављао је питања као темељ својих истраживања и Van der Ghome (2018).

Светска економска криза је освестила потребу за макробонитетним приступом и анализом финансијског система, што такође подразумева и надзирање финансијског система у целини, управо из разлога што огроман део системских ризика потиче из самог система, чак и поред ризика и стабилности појединих финансијских институција. Праћење ризика системског карактера има огроман значај када је реч о детаљној идентификацији процеса њиховог настајања, али и реалне опасности

од њихове материјализације, чиме се комплетира класични инструмент супервизије.

Системски ризици се посматрају у односу на временску и структурну димензију. У одређеном временском периоду системски ризици се акумулирају у односима финансијског сектора са домаћинствима, предузећима и државом, али и у односима са иностраним финансијским институцијама. Структурна димензија системских ризика утиче на њихов домет и брзину ширења. Везе између финансијских институција су такође веома важан канал ширења, а њихова брзина је пропорционална нивоу асиметричности информација, као и неизвесности. Можемо издвојити три веома важне димензије МПП: структурну, временску и регулаторну.

Структурну димензију чине системски ризици настали у некој институцији или групи институција услед спољних утицаја (међусобна повезаност или високе концентрације финансијских услуга).

Временска димензија представља ризике и њихово понашање у односу на фазу економског и финансијског циклуса. У својој узлазној фази МПП формира заштитне амортизере (капитал и ликвидност) и на тај начин јача отпорност система на потенцијалне шокове и ублажава ову фазу циклуса. Овако се у исто време омогућава противциклично деловање у силазној фази циклуса.

Конституисањем чврстог регулаторног оквира избегава се регулаторна арбитража и алокација пословања у мање регулисане делове финансијског система. Период након развоја финансијске кризе 2007. године обилује теоријским и емпиријским истраживањима који откривају начине постизања и очувања дугорочне стабилности финансијског система. Зарад успостављања одговарајућег и ефикасног оквира МПП, који ће на нивоу Европске уније омогућити спречавање, ублажавање и избегавање системских ризика, као и јачање отпорности система на финансијске

шокове, крајем 2010. године формиран је Европски одбор за системске ризике (ЕСРБ), а финансијска стабилност је оцењена као примарна предиспозиција за осигурање повећања запослености и привредног раста (Думичић, 2017).

Највећи учинак остварује се смањењем коришћења полуге, како показују резултати истраживања, а постигнут је комбинацијом противцикличних капиталних захтева и инструмената монетарне политике рестриктивног обележја. Истраживања су такође утврдила да нетрадиционални инструменти монетарне политике имају већи учинак у периоду кризе, али да креирају трошкове који додатно оптерећују систем и тако негативно утичу на опоравак финансијских циклуса.

Проблем асиметричних информација и макропруденцијалне регулације проучаван је и у неокласичном економском моделу, при чему је посматрана кредитна активност банака. Из модела се може констатовати да макропруденцијална политика путем капиталних захтева успешно смањује негативне учинке у ситуацијама накупљања ризика, чиме ублажава појаву ценовних балона. Као резултат спровођења макропруденцијалне рестриктивне политике долази до смањења финансијске полуге. Макропруденцијалне контракције, међутим, могу довести до контракције и у привредној активности реалног сектора, јер високи регулаторни трошкови смањују понуду кредита. Имајући у виду да субјекти на финансијским тржиштима не могу самостално решити проблем асиметричности информација, макропруденцијална политика може противцикличним капиталним и ликвидносним захтевима утицати на спречавање прецењивања имовине и на тај начин смањити асиметричности у односу на информације које имају дужник и поверилац.

Сва досадашња теоријска и емпиријска истраживања указују на то да је делотворност монетарне и макропруденцијалне политике израженија, уколико су усклађени циљеви и инструменти обе политике, јер у том случају макропруденцијална политика

делује као подршка и допуна монетарној политици. С обзиром на то да делују на исте или повезане варијабле, у сарадњи са макропруденцијалном политиком, монетарна политика мора остати независна и кредибилна, јер је очување ценовне стабилности (као основни циљ монетарне политике), предуслов за очување укупне финансијске стабилности. Када се макропруденцијални регулаторни оквир јасно постави и дефинише, монетарна политика боље и лакше реализује своје задатке и циљеве. То је из разлога јер је противцикличним амортизерима осигурана стабилност у случају појаве шока, те средишње банке нису оптерећене политиком држања ниских каматних стопа у сврху опоравака финансијских и реалних циклуса (Думичић, 2017).

По Van der Ghote (2018) и истраживањима Думичић (2017), сарадња макропруденцијалне и монетарне политике подразумева очување ценовне стабилности (циљ монетарне политике) и минимизирање одступања од обима кредита и производње (циљ макропруденцијалне политике). Од изузетне је важности и координација монетарне и макропруденцијалне политике приликом смањења макроекономских трошкова који се јављају у периодима огромних флукуација пословних и финансијских циклуса. Утицај монетарне и макропруденцијалне политике у смањењу макроекономских трошкова у условима номиналне крутости и кредитних ограничења је од изузетне важности, јер макропруденцијални инструменти помажу очувању макроекономске стабилности у средњем року.

4. Монетарна политика у функцији финансијске стабилности

Стабилност цена треба бити примарни циљ централних банака, а захваљујући овако прихваћеном ставу већина тржишних економија је до почетка деведесетих година прошлог века реализовала успешну дезинфлацију. Централне банке уживају висок кредибилитет у јавности, али исти успех не остварују када је у питању финансијска стабилност. Заиста, финансијска криза је показала да је креирање финансијских неравнотежа могуће и у условима ниске и стабилне инфлације и кредибилитета централне банке, те да реализација циља монетарне стабилности не подразумева нужно реализацију циља финансијске стабилности. Како централне банке за основни циљ имају ниску, стабилну и предвидиву стопну инфлацију, ниске вредности инфлације, поготово у периоду последње кризе, изазвале су забринутост, услед могуће појаве дефлације, односно смањења општег нивоа цена и великих проблема које изазива у привреди. У литератури се данас воде интензивне дебате везане за однос ова два циља монетарне политике (Поповић, 2013).

Према Поповић (2013), финансијска стабилност подразумева ефективну регулацију која има за циљ да обезбеди реалне мотиве за пруденцијско понашање финансијских институција. Политика финансијске стабилности треба да обезбеди ране упозоравајуће сигнале, као помоћ за благовремено спречавање кризе, пре него што она постане претња по макроекономску стабилност. Дакле, стабилност финансијског система омогућава ефикасно функционисање процеса финансијског посредовања, који штедњу усмерава у профитабилне инвестиције, релативно

уједначен развој различитих сегмената финансијског система и ефикасну трансмисију импулса монетарне политике, чиме доприноси постизању ценовне стабилности.

Иако су очекивања да ће ниска инфлација заједно са либерализацијом финансијског окружења помоћи јачање системске стабилности, то се није десило. Уследио је период све израженијих финансијских криза, што је потенцирало питање релација између циљева монетарне стабилности и финансијске стабилности, као и њиховог истовременог третмана од стране централне банке. Од великог значаја за стварање здравог економског окружења свакако је монетарна стабилност. Недостатак монетарне стабилности доводи привреду у стање борбе са високом стопом инфлације, или у још гори сценарио, преоптерећеност са проблемом дефлације. Поповић (2013) наводи да је високу стопу инфлације немогуће контролисати, тако да је она обично и нестабилна, што уноси несигурност у уговоре. Банке се тако могу наћи у позицији негативног билансног гета у условима када каматне стопе расту, што ће им засигурно донети губитке. Посебан проблем представљају и инфлаторна очекивања, нарочито ако су дубоко укорењена, јер их је тада веома тешко уклонити. Висока и нестабилна инфлација продубљује проблем асиметричних информација, како за кредиторе, тако и за дужнике, стимулише шпекулативна улагања и додатно задуживање, утиче на вредност позиција у билансу финансијских институција, врши редистрибуцију богатства међу трансакторима и скраћује рокове пласмана.

Међутим, финансијска стабилност има директног утицаја и на монетарну стабилност, и без ње тешко да би централна банка постигла монетарну стабилност. Она ће имати проблема да одржи инфлацију на ниском и стабилном нивоу ако цене финансијске активе расту, у случају велике депресијације домаће валуте или због проблема у финансијском сектору. Ако су банке оптерећене губицима или дође до банкротства финансијских

институција, финансијско посредовање ће бити отежано, а на тај начин и трансмисија монетарних импулса. Конвенционални ставови заступају тезу да обезбеђење монетарне стабилности истовремено омогућава и постизање финансијске стабилности. Монетарни систем оријентисан је ка циљу ценовне стабилности и доприноси смањењу фреквенције појављивања финансијских криза, као и смањењу њихових последица.

У пракси су се, међутим, ипак јављали случајеви банкарских и финансијских криза, чак и онда када је инфлација била ниска, као што је то случај са актуелном финансијском кризом. Дакле, ниска инфлација није гарант финансијске стабилности. Финансијска либерализација је повећала вероватноћу да промене финансијских варијабли, а пре свега цена хартија од вредности и кредитне активности, буду основни покретачи економских флукуација. Ниска и стабилна инфлација и кредибилитет централне банке могу спречити да се знаци прегрејавања коњуктуре појаве у виду раста стопе инфлације. Финансијска либерализација има позитиван исход када су у питању раст конкуренције, боља алокација ресурса и виша стопа привредног раста у дугом року. Она, такође, битно олакшава приступ изворима финансирања, пре свега, кредитима (Поповић, 2013).

Монетарна стабилност не подразумева истовремено и финансијску стабилност, те централна банка не остварује увек успешност у превенцији кризе. Између осталог, може се десити да она не препозна на време знаке финансијске неравнотеже и да реагује сувише касно, што може проузроковати и погоршати стања у економији. Поред тога, сувише прецизно дозирање неопходних мера може бити превише тешко. Благо затезање монетарне политике неће дати очекиване ефекте, а може да буде контрапродуктивно и да појача кредибилитет централне банке у борби против инфлације, чиме повећава оптимизам трансактора о одрживости раста економије. Затезање монетарне политике, исто тако, може бити и непопуларно у јавности, посебно

јер носиоцима политичке власти смиривање коњуктуре не одговара, те ће се борити против. Централној банци може бити тешко да образложи разлоге за такву политику, с обзиром на евидентно одсуство инфлаторних притисака (Поповић, 2013).

Монетарна и финансијска стабилност су раздвојени, али међусобно интегрисани циљеви. Централна банка спроводи монетарну политику путем финансијских институција, те из тог разлога треба да зна на који начин пруденциона супервизија утиче на њихово понашање. Рискантно понашање финансијских институција може деловати дестабилишуће на комплетан финансијски систем. Са друге стране, перформансе и стабилност појединих институција зависиће од садашњег и будућег карактера монетарне политике. Друго важно питање које има импликације на спровођење монетарне политике указује Поповић (2013), је питање које институције треба да сnose одговорност за реализацију циљева монетарне и финансијске стабилности и на који начин треба да успоставе сарадњу. Мишљења око тога ко је одговоран за реализацију циља финансијске стабилности у теорији и пракси су подељена. Традиционално, и то је одговорност централне банке. У новије време, међутим, у све више земаља, супервизија банака се сепаратише од централне банке и поверава посебној агенцији. На тај начин, за два различита циља су одговорне две различите институције, са два одвојена сета инструмената. Централна банка може да се посвети остварењу свог основног циља, без дубљег размишљања који циљ у датом тренутку треба да носи првенство, односно, да ли постоји trade-off између финансијске и ценовне стабилности. Координација супервизије у банкарском сектору, сектору осигурања и на финансијском тржишту је свакако неопходна. Ако би се централна банка тиме бавила, то би је одвукло од њене основне функције, вођења монетарне политике.

Дилема је да ли је идеално решење егзистирање једног регулаторног тела које ће бити задужено за надзор над читавим

финансијским сектором или да супервизија финансијских институција треба остане у надлежности централне банке. У случају системских проблема, потребна је врло блиска координација централне банке и супервизора, што се најлакше може постићи када те послове обавља једна институција. Такође, централне банке у већини земаља су, током релативно дугог периода, успеле да остваре висок степен независности и поверења. Финансијска стабилност такође, не подразумева само пруденциону контролу финансијских институција. Она захтева и избегавање и благовремено реговање на формирање макроекономских неравнотежа које могу да угрозе нормално функционисање финансијског система, као и надзор над динамиком тржишта које може врло брзо да пренесе егзогене шокове кроз систем. Питање је да ли би финансијски супервизори, чији је задатак пруденциони надзор финансијских институција, били у стању да адекватно обављају функцију очувања финансијске стабилности (Поповић, 2013).

У процесу реализације циља финансијске стабилности, централна банка треба да има много значајнију и агилнију улогу. Такође, потребна је и активнија улога централне банке у надзору финансијског тржишта са циљем одржања макроекономске стабилности, за шта су потребни неки нови инструменти попут контрацикличних захтева за капиталом. Према Поповић (2013) уколико се примењује рачуноводство, базирано на тржишним вредностима, онда би капиталне захтеве требало везати за тржишну вредност активе. На крају, неопходна је и егзактнија координација монетарне и фискалне политике, јер промена једне утиче на ефективност друге политике. Оне треба да буду узајамно конзистентне и помогну у постизању макроекономске стабилности.

5. Фискална политика у функцији финансијске стабилности

Када говоримо о фискалној политици у функцији финансијске стабилности првенствено је потребно истражити полуге дејства а тиме и потенцијалне домете па и саме ефекте на финансијску стабилност и то преко буџета, пореза, буџетског дефицита и јавног дуга. Сви наведени елементи фискалне трансмисије делују развојно на привредни систем док преко аутоматских стабилизатора систем доводе у равнотежу. Отуда ћемо за сада прво указати на дејство наведених инструмената фискалне политике на национални систем док ћемо међународне аспекте, дакле проблем централизације и децентрализације, те односа националнонадационално у финансијском систему функционисања ЕУ, истражити и елаборирати у трећем поглављу ове докторске дисертације.

Појам јавни дуг је у финансијској теорији и пракси један од облика јавних прихода за финансирање јавних функција државе, односно јавних потреба. У периоду неподударења јавних расхода и фискалних прихода, јавни дуг се јавља у функцији балансирања буџета. У том контексту, јавни дуг постаје средство за покриће буџетског дефицита, који може бити употребљен и за циљеве стабилизационе политике. У периоду инфлације држава приступа емисији јавног дуга. Продајом обвезница јавни сектор апсорбује инфлаторне куповне снаге и на тај начин стерилише вишак платежно способне тражње. Са друге стране, у периоду дефлације, држава приступа убрзаној амортизацији јавног дуга откупом обвезница од стране корисника дуга. Отплатом

главнице са каматом, јавни сектор реституише куповне снаге и индукује раст ефективне тражње (Ристић, 2014).

Реализација економских, социјалних и финансијских циљева у склопу развојне, стабилизационе и балансирајуће буџетске функције јавног дуга, по правилу, ствара одређене негативне ефекте, јер претерано задуживање државе и нерационална употреба јавног дуга доводе до финансијског „пригушења” буџета, поновног задуживања за отплату доспелих ануитета дуга, повећања пореског оптерећења будућих обвезника, итд. Из тог разлога мора се водити рачуна о лимитима јавног задужења државе, као и о ефикасној употреби позајмљених ресурса, јер су „дужничке“ грешке далеко економски теже него што је то случај код пореза.

Супституисањем традиционалне државне неутралности економским интервенционизмом, буџет је постао егзекутивни инструмент владине политике на економском и социјалном домену. Ортодоксни буџет као „епифеномен“ без економског значења, трансформисао се у прворазредни економскосоцијални интервентни механизам. Старе лекције економског либерализма замењене су модерном идеологијом активних јавних финансија, која се служи и јавним приходима (порезима, парафискалитетима, доприносима, таксама, приходима из јавне имовине, средствима трезора, јавним дугом и новом емисијом новца) и јавним расходима функционалног, инвестиционог и трансферног карактера. Класична доктрина, јавни дуг, третиран је као приход за новонастале буџетске потешкоће, али и за покриће ванредних јавних расхода. Као непосредни атак на акумулирани капитал, тј. штедњу, јавни дуг у класичној концепцији јавних финансија је, по правилу, лимитиран. Монетарна теорија јавног дуга одбацује класичну доктрину и развија концепт савремених функција јавног зајма. Јавни дуг, као инструмент финансијске политике, попримио је троструку функцију која утиче

на: балансирање буџетских расхода, економску стабилизацију и привредни развој (Ристић, 2014).

Финансирање буџетских дисбаланса иманентно је најстарија функција јавног дуга. Преливање средстава становништва у државне фондове је процес који има задатак да апсорбује један део националног дохотка, намењен потрошњи, за финансирање одређених видова јавне потрошње. Истовремено, за покривање текућег дефицита јавни дуг омогућава трансфер средстава привредних јединица у корист фаворизоване јавне потрошње. У фази пласмана обвезница економским трансакторима у привреди, методом финансирања јавних расхода омогућава се прерасподела акумулираних ликвидних средстава која потичу из расподеле. Али, уколико обвезнице откупљује сектор пословних банака на бази кредитног потенцијала депозитним новцем, онда је то прилика да се мултипликацијом увећа монетарна циркулација. Ако кредитни пласмани превазилазе кредитни потенцијал за износ откупљених обвезница, недостајући кредитни потенцијал, надомешћује се по правилу кредитима Централне банке пословним банкама. Усмереност на емисију обвезница за попуњавање буџетског мањка симплифицирано осликава процес постепеног напуштања досадашње праксе дефицитарног финансирања примарном емисијом, при чему се издавање и преношење хартија од вредности намеће као инструмент монетарног регулисања са великим утицајем на токове креирања и повлачења новца. Промене у структури креирања новчане акумулације, као и децентрализована и аутоматизована секторска дистрибуција штедње, отвориле су сасвим нове перспективе за повећано коришћење хартија од вредности и финансијских операција. Временом је јавни дуг постао инструмент контроле коњунктуре. У савременим јавно финансијским политикама, јавни дуг омогућава држави да осигура економску равнотежу истицањем прометних токова друштвене репродукције ликвидном циркулацијом, логиком кориговања неравнотеже на

релацији монетарни ток – реални робни фондови у периоду економске депресије (Ристић, 2014).

Јавни дуг је заправо инструмент мобилизације акумулираног капитала, средство усмеравања штедње ка приоритетним инвестиционим програмима, механизам преалокације средстава из потрошних пунктова у акумулационе фондове.

Теорија и пракса често заступају став да државни дуг, као збир свих задуживања у прошлости и садашњости уместо опорезивања, представља терет будућим генерацијама, било да се овај терет преноси непосредним давањима младе генерације старијој, било да јавни дуг онемогућава стварање приватног капитала. Приликом објашњења привредних последица које произилазе између дуга и пореза нема прворазредне разлике између финансирања државних издатака задуживањем или опорезивањем. Ова тврдња заснива се на запажању да стварање јавног дуга води буџетским плаћањима камата или из будућих пореза или из нових дефицита или из новог дуга. Избор између задуживања и опорезивања мења ниво богатства због ограничености животног века, јер поједине обавезе враћања камата прелазе на будуће генерације.

Јавни дуг не омогућава трајну замену за опорезивање, али зато омогућава временско распоређивање прикупљања пореза, који ремете алокацију ресурса. То, међутим, може бити само привремено или у ситуацијама када су трошкови прикупљања пореза растућа функција удела пореза у друштвеном производу. У дугом року већ прети опасност да трошкови дуга превазиђу трошкове прикупљања пореза. Емпиријске анализе показују да таквом политиком долази до кумулације дугова (повећање износа дуга према друштвеном производу) и подизању нивоа државних издатака (као дела друштвеног производа), уз ретроактивни притисак на растући тренд фискалног оптерећења, а евентуално, на екстраполацију каматног оптерећења приликом новог задуживања.

Овде видимо колико је сложена процена ефеката који фискална политика има на финансијску стабилност, где је у институционалној интеракцији са монетарним властима и банкарским сектором проблем још сложенији. У ЕУ, где су монетарна и фискална власт постављени као два антипода, анализа поприма карактер саветовања потпуно другачије архитектуре финансијског функционисања ЕУ. Ова анализа следи у трећем поглављу.

6. Регулаторне платформе у очувању финансијске стабилности ЕУ

6.1. Специфичности финансијског система ЕУ

У функционисање Европске монетарне уније (ЕМУ) уткане су системске слабости, а једна од њих је инсистирање на неолибералним принципима првенствено од стране Европске централне банке. Основни циљ Европске централне банке (ЕЦБ) је ценовна стабилност, док циљеви раста и запослености имају подређену улогу (Поповић, 2013). Иако је просечна инфлација у зони евра ниска, инфлаторни диференцијали су и даље присутни. То је свакако један од основних разлога све веће дивергенције перформанси чланица и евидентног процеса поларизације у монетарној унији. На супротној страни, као противтежа централизованог монетарног политици, не постоји јединствена фискална политика. Она је остала на националном нивоу и даје могућност владама да на различите шокове реагују сетом фискалних мера. Поповић (2013) указује да је експанзивна фискална политика вођена посебно у земљама југа, а да се модел раста базирао на великој тражњи, финансираног јефтним капиталом успешнијих „северних“ чланица. Последице су се огледале у огромним дефицитима платног биланса, великим дефицитима буџета, као и све тежем сервисирању обавеза по наведеном основу (Поповић, 2013).

Финансијска криза указала је на озбиљне слабости у функционисању ЕМУ, јер од самог почетка није дошло до кретања ка оптималном валутном подручју, што је неопходно за успешну примену јединствене монетарне политике (Поповић, 2013). Једна од форми монетарне уније у којој се земље чланице, прихватајући заједничку валуту, одричу своје сопствене валуте је валутна унија, и као таква, именује се као потпуна монетарна унија или заједничко валутно подручје. Комплетна либерализација кретања капитала, интеграција банкарских и финансијских тржишта земаља чланица, елиминација флукуација у кретању курсева валута кроз неопозиво фиксирање, основни су предуслови за њено формирање (Поповић, 2013).

Постоје теоријски и емпиријски докази да ЕУ тешко функционише у условима централизоване монетарне политике када су укључене децентрализоване фискалне политике и децентрализовани политички системи. Европску монетарну унију чини скуп земаља које се разликују по својој историји, економској структури, институционалним обележјима, финансијским системима, процесима формирања плата, улогама владе и слично (Поповић, 2013). Политичари, лишени активистичке монетарне политике, спремни су да се ухвате у коштац са енормном државном потрошњом, зарад које ће добити гласове на изборима. Највећи ризик свакако представља владино коришћење средстава јавних финансија, са циљем повећања степена подршке бирача, а терет тих операција пада на заједничку валуту.

Већ смо напоменули да је монетарна унија највећи степен економске интеграције, који се декларише као област у којој не постоје никаква ограничења плаћања, курсеви валута земаља чланица су трајно фиксирани, док се према земљама нечланицама захтева флексибилно флукуирање. Оптимално валутно подручје је оно које може постићи пуну запосленост, ниску инфлацију и пуну равнотежу платног биланса. Валутна унија је губитак аутономне монетарне политике, а једини преостали

инструмент за реализацију националних економских циљева је фискална политика. Централизованани буџет у валутној области је амортизер асиметричног шока, који врши аутоматску редистрибуцију дохотка од просперитетних ка угроженим земљама. Децентрализованани буџет подразумева задуживање дефицитарне земље путем тржишта капитала и „упућивање“ дуга на будуће генерације. Закључујемо, дакле, да оптимално валутно подручје захтева централизованани буџет. Искуство осамдесетих година 20. века је показало да смањење буџетског дефицита и јавног дуга не може лако и брзо да се оствари. До постизања ефекта промене политике, привредни циклус може да се преокрене, те, дакле, мора постојати заједничка брига (централизација) у погледу државних буџета (Barbosa et al. 2011).

У формално-правном смислу, међутим, ЕУ се креће у правцу фискалне уније, где је фискална интеграција у фази јачања наднационалног фискалног суверенитета ЕУ над земљама-чланицама. Ново фискално управљање, које се примењује од 1. јануара 2013. године, у великој мери ограничава самостално вођење фискалне политике земаља чланица. Да ли ће у области фискалних финансија нова регулатива ЕУ бити адекватно примењена у пракси и да ли ће утицати на привредни раст земаља чланица, за сада остаје отворено питање. Из овог контекста произилази закључак да функционална зависност фискалне интеграције од монетарне интеграције, у оквиру реформисаног фискалног управљања, пре свега треба бити усмерена на стабилност и одрживост заједничке европске валуте, много више него на стимулацију привредне активности и раста (Ћатовић, 2013).

Успешност макроекономске политике сваке земље зависи од нивоа сарадње са међународним финансијским институцијама, са једне стране, и квалитета сопствених институција и отворености националне привреде, са друге стране. Треба, међутим, имати на уму да је међународни финансијски систем густа мрежа државних, економских и финансијских институција, које се

перманентно опиру променама. Уколико не постоје поремећаји у фискалној сфери, квалитет монетарне политике зависи, пре свега, од њеног профила и рефлектује се у ценовној (не)стабилности. Ценовна стабилност повољно утиче и на економски раст, што је делимично тачно. Примери за то су Француска, Италија и Португалија, земље са ценовно стабилним, али истовремено и стагнантним економијама. На стабилност неке економије не утиче само монетарна политика. Велики утицај имају и порези. Проблем који настаје упућује на питање како направити разлику у ефектима који потичу од монетарних импулса или пореских стимуланса. Монетарни активизам у себи носи силе дејства у оба смера, како стабилизујуће, тако и дестабилизујуће. Уколико је монетарни активизам тенденција централне банке да одговори на краткорочне поремећаје у реалној сфери, тада не можемо да не узмемо у обзир и препреке које су у тим дометима евидентне. У том случају морамо размотрити више аспеката: шта је права монетарна политика, која је компетентност гувернера и степен његове политичке независности, конзистентност економетријских модела које користи централна банка, као и постфестум реаговања централне банке на интерне и екстерне промене у привреди (Прокопијевић, 2012).

Евро је као званична валута уведен 2002. године, али су пукотине у аранжману јединствене валуте, који је свој процес почео 1999, постале очигледне тек почетком светске финансијске кризе 2008. године. Предвиђања економиста да ће евро бити стављен на пробу када се регион суочи са шоком су се обистинила. Европу је пратила лоша срећа, јер је велики шок стигао са друге стране Атлантика, убрзо након стварања евра. До 2010. године криза евра била је у пуном замаху, каматне стопе на државне дугове „периферије“ Грчке, Шпаније, Ирске и Португалије достизале су нечувене нивое. Погледамо ли изблиза еврозону, уочићемо дисбалансе који се повећавају од самог почетка – са новцем који трансферише ка периферним земљама

у погрешном уверењу да отклањање ризика курсних промена на неки начин елиминише и све друге ризике. Ово илуструје једну од кључних грешака у конструкцији Еврозоне и заснива се на уверењу да ако држава држи дефицит испод 3% БДП-а, дуг испод 60% БДП-а и инфлацију испод 2% годишње, тржиште ће обезбедити раст и стабилност.

Бројеви и идеје на којима почивају нису били утемељени нити у теорији нити у доказима. Две најгоре погођене земље, Ирска и Шпанија заправо су имале суфиците и пре кризе. Криза је заправо проузроковала њихове дефиците и дугове, а не обрнуто. Постојала је нада да ће фискална и монетарна дисциплина довести до конвергенције, омогућавајући да систем јединствене валуте још боље функционише. Уместо тога дошло је до дивергенције, богате земље су постајале још богатије, а сиромашне још сиромашније. Унутар земаља одигравао се исти сценарио, богати су постајали још богатији, а сиромашни још сиромашнији, на шта је утицала сама структура Еврозоне. Јединствено тржиште је олакшало напуштање новца у банкама слабијих земаља, приморавајући их да смање кредитирање и на тај начин даље осиромашују слабе. Амбиција евра је била да донесе већи просперитет Европи, што би довело до веће економске и политичке интеграције. Евро је суштински био политички пројекат, али политике нису биле довољно јаке да режирају такве институционалне аранжмане који би осигурали успех (Шубара et al. 2017; Стиглиц, 2018).

6.2. Европски систем централних банака и изазови конвергенције у ЕУ

Институционални оквир европске монетарне уније чини Европски систем централних банака (ЕСЦБ). ЕСЦБ чине Европска централна банка и централне банке земаља чланица, без обзира да ли припадају еурозони или су изван ње. Основни

циљ ЕСЦБ, постизање ценовне стабилности, треба да подржава и опште економске политике Заједнице, у правцу униформног економског развоја, одрживог и неинфлаторног раста и постизања високе запослености. ЕСЦБ делује уз помоћ принципа отворене тржишне економије са слободном конкуренцијом, фаворизујући ефикасну алокацију ресурса. Из Мастрихтског споразума уочава се да ЕСЦБ за главне задатке добија и дефинисање и спровођење монетарне политике Заједнице, управљање девизним операцијама, управљање девизним резервама земаља чланица, управљање платним системом, статистичке послове, надзор финансијске стабилности, међународну сарадњу и оно што је кључно, монопол над издавањем новчаница од стране Европске централне банке (ЕЦБ). Циљ ЕЦБ, као водеће институције у еуросистему, је одржавање платне моћи и инфлације на проценту мањем од 2% у еурозони. Кључни орган одлучивања унутар ЕЦБ је Управно веће, а састоји се од шест чланова извршног одбора, укључујући председника и потпредседника, именованих од стране влада земаља чланица ЕМУ, као и гувернера националних централних банака које су прихватиле евро. Задатак концепта, као и спровођења монетарне политике додељен је Управном већу. Извршни одбор ЕЦБ од шест чланова, припрема седнице Управног већа, спроводи монетарну политику према смерницама Већа и оперативно управља банком.

Поред саветодавне улоге, опште Веће такође усмерава и прикупљање статистичких података, води рачуна о стандардизацији рачуноводствених извештаја централних банака чланица, брине о кључевима за упис капитала ЕЦБ, као и о припремама за неповратно фиксирање курсева. Опште Веће престаје са радом када све чланице ЕУ постану део еврозоне, с обзиром на то да ће његову улогу у том тренутку преузети Управно веће. Европска централна банка крајње је независна и ослобођена сваког политичког притиска. Захваљујући начину на који је дизајнирана, ЕЦБ је једна од банака са највећим степеном

независности. Чланови Управног већа бирају се на период од пет година, што је дужи период од изборног циклуса, чиме се спречава или умањује неформални утицај извршне власти на централну власт. Чланови извршног већа бирају се на период од осам година, са немогућношћу реизбора. Смене су могуће само као последица кршења мандата или неспособности за обављање посла и на тај начин осигурана је независност ЕЦБ. Монетарна независност, међутим, осигурана је на политичком, инструменталном, личном и финансијском нивоу и то: Политичка независност је ниво у коме не постоји могућност да се ЕЦБ постави циљ другачији од ценовне стабилности, инструментална независност је ниво у коме нико изван ЕСЦБ не може захтевати од ЕЦБ које ће инструменте користити за постизање свог циља, лична независност је ниво у коме нико не може сменити особе које доносе одлуке само зато што су усмерене на остваривање главног циља и финансијска независност, ниво у коме нико изван ЕСЦБ не може ЕЦБ наметати финансијске циљеве или буџет (Ђукић, 2016; 2019).

У раду Европске централне банке уочавају се транспарентност и одговорност, што је осигурано одредбама о детаљном седмичном и тромесечном извештавању јавности. Мишљење да је Европска централна банка била успешна у остваривању темељног циља стабилности цена било је својевремено уврежено, али је ЕЦБ стајала пред изазовом прецењености евра, што се негативно рефлектовало на економски раст у еурозони. Уочене су перманентне разлике у стопама инфлације између појединих делова Уније и појавили се изазови које су делили сви европљани, замена националног новца евро новчаницама и кованицама од 1.1.2002. године. Разлози због којих се ЕМУ данас критикује, посебно у контексту финансијске кризе у Грчкој, постављају нове изазове за ЕЦБ. Једно од кључних питања је како задржати ценовну стабилност задржавањем инфлације у предвиђеним оквирима.

Како ЕЦБ није била саставни део институционалне структуре ЕУ, јављају се теоријске расправе о њеном статусу. Са једне стране она је посматрана као орган Заједнице, с обзиром на то да је створена управо зарад остваривања циљева и задатака на пољу економске и монетарне уније, те логично мора припадати институционалном оквиру. Посматрано са друге стране, она представља “Заједницу унутар заједнице” или „четврти стуб Заједнице”, пре свега због њеног специфичног положаја, нарочито независности (Голубовић, 2014).

Институционалном реформом, спроведеном Лисабонским уговором 2007. године, уклоњене су све недоумице и ЕЦБ је укључена у састав главних институција, поред Европског савета, Савета, Комисије, Европског парламента, Суда правде и Ревизорског суда. Верификован јој је статус правног лица, надлежност у утврђивању монетарне политике, независност у односу на остале органе, тела и агенције ЕУ, као и декларисана права и дужности, саветодавна улога и састав органа. Лисабонским уговором саопштена је и експлицитна дефиниција Евросистема. Статут је аминовао најширу правну способност, као и активну и пасивну парничну способност. Осим тога, Статутом ЕЦБ и посебним Протоколом о привилегијама и имунитетима Европске уније, утврђено је да она ужива оне привилегије и имунитете који су јој неопходни за остваривање функција, под условима прописаним тим протоколом (Голубовић, 2014).

6.2.1. Критеријуми конвергенције

Економски критеријуми конвергенције подразумевају да:

- 1) ценовна стабилност, тј. просечна стопа инфлације не прелази 1.5 процентних поена изнад просечне инфлације три најуспешније земље чланице;
- 2) дугорочна каматна стопа, тј. просечна номинална дугорочна каматна стопа не прелази 2 процентна поена изнад просека три најуспешније земље чланице;
- 3) стопа

планираног или оствареног буџетског дефицита не прелази износ од 3%, а јавни дуг од 60% бруто друштвеног производа; 4) постоји стабилност девизног курса и учешће у Механизму девизних курсева (The Exchange Rate Mechanism, ERM II), уз поштовање утврђених маргина флукуације девизног курса, без значајнијих одступања у периоду од најмање две године пре увођења заједничке европске валуте.

Када говоримо економској и финансијској конвергенцији у ЕУ полазимо од оптималног валутног подручја. Можемо рећи да је заправо реч о оптималној географској области која покрива једну или више неопозиво фиксних валута, при чему те фиксирани валуте имају заједничко усмерење према осталим валутама, она може имати користи од придруживања унији. Да би се успешно формирала монетарна унија, мора постојати сличност са стопама инфлације. Тако структурне промене, фактори тржишта рада, економских политика и социјалних преференција, као и дуготрајне разлике у стопама инфлације, могу изазвати екстерне неравнотеже. Уколико земље које имају за циљ формирање монетарне уније имају ниске или сличне стопе инфлације у одређеном временском периоду, тада ће и услови размене остати стабилни. Уколико, међутим, дође до промена у девизном курсу, ово смањује и потребу за прилагођавањем. Висок степен финансијске интеграције између земаља, и чак и незнатне промене каматних стопа, могу изазвати неравнотежу приликом кретања капитала. На тај начи долази и до смањења разлика у дугорочним каматним стопама, олакшава се финансирање екстерних неравнотежа и подстиче ефикаснија алокација ресурса, што елиминише потребу за променама девизног курса.

Са друге стране, финансијска интеграција ни у ком случају не може бити замена за процес реалног прилагођавања. Овде ћемо се осврнути на две битне варијабле, степен економске интеграције и однос дохотка чланица монетарне уније. Раст трговине, уз одсуство асиметричних шокова, повећаће користи

заједничке валуте, само и једино у случају уколико је степен трговинске интеграције или корелације дохотка на високом нивоу. Линију оптималног валутног подручја можемо окарактерисати као геометријско место на коме се укрштају тачке различитих комбинација нивоа корелације дохотка, тј. симетрије шокова и степена економске интеграције групе земаља. Ово геометријско место има негативан нагиб, услед смањења корелације или симетричности шокова који повећавају трошкове монетарне уније. Националној банци ће сваки губитак независне монетарне политике онемогућити да правовремено реагује на специфичне шокове, те су зато и макроекономски трошкови много већи. Са израженијом економском интеграцијом долази и до већих бенефита у монетарној интеграцији, што може компензовати и трошкове мање симетричности шокова. Ако је интеграција финансијских тржишта већа, то додатно умањује и ниво ризика, што за последицу може довести до атрактивности специјализације у производњи, повезане са већим нивоом ризика и приноса. Као супротност овој хипотези истиче се постојање позитивне споне између корелације дохотка и трговинске интеграције земаља, што подразумева да се растом узајамне трговине смањују гекови у привредним циклусима (Радосављевић et al. 2019; Ђукић, 2015, 2016).

Радоњић (2016) истражује да је недостатак уговора из Мастрихта довео до правила која нису била посебно дефинисана, али и до везивања националних валута за евро оних држава чланица ЕУ које нису део ЕМУ. Да би се ово превазишло, уводи се нови споразум према којем чланство у новом курсном механизму траје најмање две године. Механизам курса функционише тако што прописује дозвољене границе флукутирања од $\pm 15\%$, од претходно утврђеног средишњег паритета, надгледа развој конвергентности и управља девизним резервама, а у случају потребе, омогућава и механизме интервенције од стране националних централних банака и Европске централне банке.

По питању фискалног критеријума конвергенције налаже се да ниво јавног дуга не сме прелазити 60% БДП. Италија је одувек имала висок удео јавног дуга у БДП, али то јој се толерисало због величине и важности њене економије. 2009. годину обележио је италијански јавни дуг, који је достигао врхунских 105,50% БДП, што је представљало пораст од 9,33% у односу на 2008. годину. У наредном периоду јавни дуг Италије наставио је да расте и достигао 121,80% у 2013. години. Од најзадуженијих земаља ЕУ издвајамо Грчку у којој је у 2011. години јавни дуг достигао вртоглавих 182,20% БДП. У 2012. години овај јавни дуг је редукован за 11,80% те је износио 160,70% БДП, али већ годину дана касније дуг централне државе расте на енормних 179,20% БДП, дајући до знања да се Грчка влада додатно задужила узрокујући промену од 11,51% у односу на 2012. годину. Ирска и Португал су земље са убрзаним растом јавног дуга, који је у 2013. години износио 123,00% БДП (Ирска) и 127,80% БДП (Португал), што је у односу на претходну годину повећање од 1,40% за Ирску и 3,06% за Португал. Шпанија је једина земља из скупа земаља (Португал, Ирска, Италија, Грчка и Шпанија – земље ПИИГС-а), која нема велика одступања јавног дуга у односу на задате оквире. Јавни дуг Шпаније у 2013. години износио је 79,90% БДП, што упућује да Мастрихтски критеријум није поштован за читавих 33,17% (Радоњић, 2016).

Како је главни циљ ЕЦБ приликом спровођења монетарне политике стабилност цена, а да би се осигурали прихватљиви интервали по питању нивоа цена, уговор из Мастрихта је условио државе чланице које су вољне да прихвате евро да се придржавају инфлацијског критеријума. Исто тако, Мастрихтски уговор је налагао да инфлација не буде виша од 1,5 постотних поена, у односу на просек инфлације у три земље са најнижом стопом инфлације. Ако погледамо стопу инфлације Мађарске у 2013. години од 1,73%, јасно је закључити да она испуњава

инфлацијски критеријум, јер стопа инфлације ове земље не прелази референтну вредност (Радоњић, 2016).

Од свих Мастрихтских критеријума највише су критиковани инфлацијски критеријуми. Утврдити просек три земље са најнижом стопом инфлације на нивоу ЕУ имало је смисла када Еврозона, као таква, није ни постојала, тако да би у данашње време референтни просек требало да се односи на земље са најнижом стопом инфлације, искључиво унутар Еврозоне. Наредна критика ослања се на чињеницу да земље кандидата која жели да прихвати евро и уђе у ЕМУ не узима у обзир развој инфлације те земље. Парадокс инфлацијског критеријума огледа се у оним ситуацијама када је земља кандидат за улазак у ЕМУ у исто време и једна од три земље са најнижом стопом инфлације. Ово имплицира да та земља достигне инфлацију већу од референтне вредности и на тај начин не испуни инфлацијски критеријум дефинисан Мастрихтом (Радоњић, 2016).

По питању четвртог мастрихтског критеријума који је у корелацији са каматним стопама, предвиђања су да дугорочна номинална каматна стопа никако не буде виша од 2% у односу на просечну висину дугорочних каматних стопа три земље са најнижим дугорочним каматним стопама. Како би се успоставиле референтне вредности за утврђивање каматног критеријума, мора се најпре утврдити које су три земље ЕУ имале најниже каматне стопе. 2014. годину забележиле су најниже каматне стопе у Немачкој (1,16%), Данској (1,32%) и Луксембургу (1,34%). Просек три земље са најнижим каматним стопама износи 1,27%, а ако се на њега дода дозвољено одступање од 2%, добија се референтна вредност од 3,27%, која би се могла искористити за извођење процене каматног критеријума. Висина каматних стопа Мађарске у 2014. години износила је 4,81%, те она превазилази референтну вредност за 1,54 постотних бодова и не испуњава каматни критеријум конвергенције (Радоњић, 2016).

6.2.2. Место и улога ЕЦБ у очувању финансијске стабилности ЕУ

Европски монетарни институт започео је са припремама за увођење јединствене валуте евра, током 1999. године када је трансформисан у Европску централну банку, чије је седиште Франкфурт на Мајни. Као независна монетарна институција, ЕЦБ је преузела улогу свих дванаест националних централних банака земаља еврозоне. Уговором из Рима дефинисани су задаци ЕЦБ, а односили су се на стабилност цена, стратегију и имплементацију монетарне политике, задржавање и контролу званичне девизне резерве држава чланица, реализацију девизних послова, као и унапређење несметаног система плаћања. Независност ЕЦБ се огледа у функционалности (гарантује стабилност цена), институционалности (не прихвата упутства трећих лица), персонализацији (дути мандати чланова органа одлучивања), као и у аспектима финансирања. Она је, такође, независна и од политичког уплитања и може да одлучи да не гарантује за земљу која расипа финансијска средства. Са 14 националних банака земаља учесница у Европској унији, ЕЦБ образује Европски систем централних банака (ЕСЦБ). Иако је ЕСЦБ шири систем, њим руководе тела ЕЦБ од којих су најзначајнији Савет гувернера и Извршни одбор (Грбић, 2013).

Да је основни циљ ЕЦБ очување ценовне стабилности наводи и чињеница да она има индиректан утицај и на остатак Европске уније, па тако и на светску привреду. У извештајима ЕЦБ је прецизирано да се ценовна стабилност (успостављена на средњи рок), дефинише као годишњи раст хармонизованог индекса потрошачких цена (ХИПЦ) за евро област од 2%. Функције ЕСЦБ, а тиме и ЕЦБ, су да дефинише и спроводи монетарну политику Европске уније, обавља послове везане за девизни курс, чува и користи девизне резерве, осигура добар рад система плаћања на територији еврозоне, као и да пружа стручну подршку осталим

телима Уније. ЕСЦБ је започео са радом са почетним капиталом од 5 милијарди евра, чему је придодато око 40 милијарди евра девизних резерви. Средства су осигурана од стране земаља чланица еврозоне, пропорционално њиховом БДП. Девизне резерве функционишу на исти начин као и у националним државама и циљ им је да буду гарант курса и плаћања према иностранству. ЕЦБ и ЕСЦБ деле одговорност за добро функционисање банкарског система земаља чланица еврозоне и Уније, што подразумева неометано одвијање система плаћања (Момировић, 2014).

ЕЦБ располаже малим средствима резерви да би могла да покрије део, а поготово цео дуг. Међутим, када би дошло до монетизације дуга из ЕЦБ, то би проузроковало раст у читавој еврозони, чиме би биле погођене чак и земље које држе евро у резервама, као и оне које користе евро, али нису у еврозони. Имајући то у виду, треба водити рачуна о зајмовима које држава узима од домаћих банака и водити се премисом задужености, не више од 20% укупног износа њеног дуга, чиме би се спречило да потенцијални мораторијум државе на дуг доминантно погоди домаће банке. Проблеми приликом задуживања код страних банака, међутим, и нису тако велики, јер оне теже одобравају кредит. ЕЦБ нема ингеренције да овако ограничи задуживање државе код домаћих комерцијалних банака, иако је одговорна за добар рад комерцијалних банака и генерално за правилан рад платног система. Генерално највећи проблем који нека централна банка може да има јесте зависност од извршне власти. Оваква зависност доводи до тога да се политика Централне банке сведе на подршку економској политици владе. Када се из периода кејнзијанизма и утицаја влада на централне банке прешло у монетаризам, осамостаљивање централних банака (попут ЕЦБ), у односу на извршну власт, постало је свакодневница јер је то уједно и била најважнија промена.

Марковић и Фуртула (2011), Кондић и Рајчевић (2013), Јемовић и Крстић (2015), истражују монетарну политику ЕЦБ. Између осталог налазе да ЕЦБ своју монетарну политику спроводи преко

спољних операција, повезаних са девизним курсевима евра према другим валутама и то углавном куповином или продајом других валута. У унутрашње, конкретне операције, спадају две групе операција и то операције на отвореном тржишту и сталне олакшице. Постоје четири основне врсте операција на отвореном тржишту, међу којима је најважнија операција рефинансирања, која осигурава краткорочну (недељну) ликвидност банкарског система и утиче на висину каматних стопа. Дугорочне операције финансирања обезбеђују ликвидност у периоду од неколико месеци. Операције финог подешавања су механизми повлачења или пуштања новца у оптицај, док структурне операције служе да осигурају дугорочну ликвидност. Две олакшице имају перманентан карактер, те комерцијалне банке могу позајмљивати средства „по виђењу“ или држати своје депозите уз плаћање, односно добијање одговарајуће камате на та средства. Битна ставка је да ЕЦБ издаје 8% укупне вредности банкнота и кованог новца, док националне банке еврозоне издају преостала 92%.

Када се анализира улога ЕЦБ у очувању финансијске стабилности, иста се реализује искључиво преко монетарне политике, имајући у виду да је она дефинисана на наднационалном нивоу, док су функција супервизије и функција последњег уточишта остале у надлежности националних централних банака. Тиме је улога ЕЦБ само индиректна. Поред тога, ограничени фискални мандат додатно је ограничење за ЕЦБ. Закључујемо да на подручју ЕУ не постоје институционални капацитети за обезбеђење финансијске стабилности у ЕУ, већ је иста опредељена мерама и активностима националних регулаторних органа. Недавна финансијска криза потврдила је недостатке оваквог институционалног аранжмана. С тим у вези наредни сегмент рада анализираће најпре специфичности глобалне финансијске кризе која се брзо након захватања америчког тржишта хипотекарних кредита пренела и на тржиште ЕУ, а потом и непостојање институционалних капацитета за очување финансијске стабилности, што је условило тзв. институционалну кризу у ЕУ.

7. Криза у ЕУ и монетарни интервенционизам ЕЦБ

Глобална економска и финансијска криза, започета 2008. године, тешко је погодила Европу, откривајући озбиљне недостатке њеног оригиналног дизајна. Недоследности у социо-економској конструкцији еврозоне, због којих нису створени неопходни механизми за уравнотежен и одржив развој ЕМУ, као и за амортизацију спољних и унутрашњих шокова са којима се временом сусрећу економије, довеле су до кризе у еврозони. Међу разлозима због којег су се европске банке нашле у вртлогу финансијске кризе наша се експонираност европских банака америчким ризичним хартијама од вредности. До избијања глобалне финансијске кризе земље чланице еврозоне су буџетски дефицит одржавале у законом прописаним оквирима.

У истраживањима Coibion et al. (2015), Constancio (2015), налазимо на реинтерпретацију општег стања у Европи по избијању кризе. Након избијања кризе, дошло је до погоршања јавних финансија, а у неким земљама еврозоне и до појаве кризе јавног дуга. Који је заправо основни узрок еврокризе и да ли га треба тражити у глобалној финансијској кризи, односно спољашњем шоку? Одговор лежи у грешкама конструкције еврозоне, који подразумева ендогене, унутрашње разлоге, од којих се могу издвојити: јединствена валута за државе које су на различитом нивоу развијености и конкурентности; ЕЦБ води рачуна само о ценовној стабилности, без обзира на разлике у фазама привредног циклуса и асиметричним шоковима код држава чланица. Ишчекујући спас, погубна селекција и морални хазард, били су окидачи да приватна финансијска тржишта не зауставе задуживање угрожених држава чланица.

У својој пуној димензији финансијска криза еврозоне открила је све слабости политичке и институционалне организације ЕМУ. Светска финансијска и економска криза енормно је утицала и на тржишта рада у еврозони. Постоји неколико разлога дуготрајне ниске мобилности у Европи, од којих издвајамо: демографске трендове у основи (пораст стопе учешћа женске радне снаге на тржишту рада, повећање мање мобилних домаћинстава са дуплим приходима и све већи раст стопе власништва некретнина), разлоге у вези са мерама политике, који онемогућавају многе Европљане да искористе мобилност радне снаге у потпуности (препреке за преносивост права на социјално осигурање, недовољно признавање формалних квалификација у другим државама, смањена транспарентност европског тржишта рада и онлајн претраживача послова), као и огромне језичке и културолошке баријере у Европи. Криза евра сугерисала је лидерима ЕУ да њихов посао није завршен, што указује на то да је еврозона недовршени пројекат.

Одговор ЕЦБ на глобалну и суверену дужничку кризу, према опсервацијама Момировића (2014), је да поједине земље еврозоне треба сагледати кроз специфичну структуру институционалног уређења економске и монетарне уније, али и финансијску структуру. Финансијска криза је иницијална каписла за вођење многобројних дебата о томе шта треба урадити како би се смањила учесталост и озбиљност сличних будућих криза. Нису све земље чланице Европске уније истим интензитетом и на исти начин биле погођене економском и финансијском кризом. Снижавање референтне каматне стопе започело је октобра 2008. године, неодлучно и веома колебљиво. Априла 2011. године, референтну каматну стопу ЕЦБ је повећала са 1% на 1.25%, а у јулу на 1,5%, услед опасности од инфлације. У новембру 2011. године ЕЦБ је референтну каматну стопу смањила на 1.25% и од тада је у сталном опадању, да би у септембру 2014. године она износила 0,5%. ЕЦБ је, такође, смањила стопу обавезне резерве

са 2% на 1%, 18. Јануара 2012. године. На тај начин смањила је обавезне резерве које су банке дужне да држе код ЕЦБ, и то са 200 на 100 милијарди евра, те је тако повећала кредитни потенцијал банака за око 100 милијарди евра.

Комплексна институција, Европска унија, коју чини 28 држава чланица, има мисију да пронађе адекватне мере за превазилажење кризе. Превазилажење економске и финансијске кризе у Европској унији подразумева мере које ће предузети државе чланице. Уведене мере штедње лидерске земље Европске уније наметнуте су као лек за излазак из кризе, што је у појединим земљама на периферији ЕУ кризу само додатно продубило. Доминантне силе су биле убеђене да је најбољи начин да се обнови здравље неке државе у рецесији велика доза штедње, тј. резање издатака, једном речју, смањење дефицита (Арсић, Ранђеловић, 2017). Почев од новембра 2014. године, ЕЦБ функционише као супервизор свих 6000 банака у еврозони у оквиру јединственог надзорног механизма (Бежеван, 2016; Darvas, 2013).

Овим путем ЕЦБ ће од самог старта обезбедити јасан преглед читаве ситуације банака над којима спроводи мониторинг. Европска банкарска унија заправо је допуна економској и монетарној унији (ЕМУ), али и читавом унутрашњем тржишту. ЕМУ је такође одговорна за надзор, санацију и осигурање и тежи ка томе да све банке примењују апсолутно идентична правила у свом пословању на подручју еврозоне. Циљ ЕМУ је да банкарски сектор у европодручју, али и на ширем подручју ЕУ (Шошкић, 2015), учини сигурним и поузданим, а у исто време осигура да се банке угроженог статуса санирају без коришћења новца пореских обвезника и минималним утицајем на привреду.

Правила су, опште говорећи, полазна основа банкарске уније и законодавног уређења финансијског сектора у ЕУ, која су сачињена на основу скупа законодавних текстова који се примењују на све финансијске институције и производе широм ЕУ. У ова правила нарочито се убрајају капитални захтеви за банке,

побољшани системи осигурања депозита, као и правила за управљање банкама које су пред банкротом. Правила ЕУ која се тичу капиталних захтева за банке и инвестициона друштва, служе унапређењу способности банкарског сектора ЕУ да може да поднесе привредне шокове, побољша управљање ризиком у сектору, као и осигурању стандардних активности кредитирања током силазних фаза привредног циклуса. Тим правилима у законодавству ЕУ се примењује и споразум Basel III, међународно договорени стандарди адекватности капитала банака. Део јединственог надзорног механизма је европско надзорно тело за банкарство чији се квалитет налази у бољем осигурању депозита грађана, док јединствени надзорни механизам има функцију оперативног координатора и центра за развој методологије и процедура.

Једно од свакако најважнијих питања којим се Европска банкарска унија бави је питање осигурања депозита, а остварује га заштитом јавног новца и стабилизацијом финансијског система еврозоне, као и осигурањем новца депонената и новца банака у случају избијања финансијске кризе. Банкарска унија ипак подразумева нешто више од заједничког надзора, односно заједничко осигурање депозита и једнаке процедуре око тога шта треба да се уради са банкама које не могу да испуне своје обавезе (Петровић et al. 2018, Стиглиц, 2018).

8. Криза јавних финансија у ЕУ

Европска монетарна унија потиче од јединственог институционалног оквира који интегрише јединствену монетарну политику и више фискалних политика. Јединствена монетарна политика има централизована обележја и репрезентује федерални аспект уније, док је друга децентрализована и под ингеренцијом је држава чланица. Овај концепт проистекао је из тежње држава чланица да задрже капацитет прерасподеле националних финансија унутар земље, али и због чињенице да немају расположив ниједан други инструмент макроекономског адаптирања на екстерне шокове. Овакав институционални аранжман створио је потребу да се у оснивачким актима Уније конституише механизам координације монетарне и фискалних политика, са обавезама држава чланица у њиховом вођењу, посебно имајући у виду колико буџетска равнотежа има утицаја на вођење монетарне политике (Ђуровић, Ђорђевић, 2011).

Овакав аранжман требало је да послужи финансијском тржишту да одигра главну улогу приликом откривања евентуалних неусаглашености две политике и санкционише државе које се прекомерно задужују и не поштују заједнички усвојена фискална правила, што се на крају и десило у периоду кризе јавног дуга еврозоне. Пакт о стабилности и расту (енгл. *Stability and Growth Pact*) је документ који регулише фискална правила и садржи одредбе о поступању у Унији у ситуацији када нека од држава чланица прекорачи ограничења буџетског дефицита и јавног дуга, што се путем механизма преливања може рефлектовати на финансијски положај осталих држава чланица, а самим тим и на комплетну ЕМУ.

Пакт о стабилности и расту потписан 17. јуна 1997. године у Амстердаму, чине две уредбе Савета и резолуције Европског савета, у којима се државе чланице, Европска комисија и Савет обавезују на поштовање и извршење усвојених мера. Прва уредба, „О јачању надгледања буџетске позиције и надгледању и координацији економских политика“, има и други назив, „превентивна рука“ пакта, којим се државе чланице обавезују да подносе Комисији програме стабилности (чланице еврозоне) и конвергенције (остале чланице) и да реализују усвојене средњорочне буџетске циљеве ради постизања одрживих јавних финансија. Просечан дефицит буџета на нивоу еврозоне након усвајања Пакта је варирао на више различитих нивоа у периоду усвајања евра, а разлог је био очигледан утицај критеријума конвергенције, пад дефицита и јавног дуга и непоштовање граница дефинисаних Пактом од стране појединих држава. Након увођења евра, дефицит је варирао у складу са економским околностима, па је тако 2003. године достигао износ од 3,15%, да би се 2006. године спустио на 0,6%.

Међутим, поједине државе чланице стално су пробијале регулаторне оквире буџетског дефицита. Ове границе скоро свака држава чланица пробијала је бар једанпут за прву деценију важења Пакта, док је Европска комисија у више наврата покретала процедуру прекомерног дефицита, у намери да примора државе чланице да поштују постављене лимите. У сваком случају, препоруке комисија поштоване су све до 2003. године, када су дефицит забележиле Француска и Немачка. Савет је одбијао да спроведе процедуру која би могла довести до санкција против ове две земље и суспендовао је одредбе Пакта. Европском суду правде поднета је жалба, након чега је донета пресуда да Савет ипак није имао ингеренције да суспендује одредбе Пакта, након чега је дефицит поменуте две државе коригован (Целетовић, Шубара, 2017; Радоњић, 2016).

С обзиром на недостатак Пакта о стабилности и расту, који се огледао у слабом механизму санкција и одредбама које нису поштоване од стране његових држава чланица, дошло је до моралног хазарда на страни осталих држава чланица. Тако је 2005. године покренута реформа, не ради јачања, већ ради ублажавања механизма санкција, што је проузроковало стварање дебаланса у фискалној политици држава чланица. Ове државе нису искористиле повољне економске околности да формирају адекватне маргине сигурности у својим буџетима, што је имало очигледне негативне последице након избијања финансијске кризе 2007–2012. године.

Као непрекинути низ, који креће од кризе хипотекарног тржишта, па све до кризе сувереног дуга еврозоне, финансијска криза је решавана низом мера монетарне и фискалне политике, као и других инструмената макроекономске политике. Када је реч о фискалној политици еврозоне (након што су мере монетарне политике већ размотрене), донете су мере фискалне стимулације и мере подршке финансијском сектору. На ублажавање јачине кризе утицали су и ефекти аутоматских стабилизационих механизма фискалне политике (повећање фискалних трансфера), а ове мере су довеле до наглог повећања дефицита буџета држава чланица еврозоне. Као резултат овако рапидног повећања дефицита буџета скоро све државе чланице ушле су у прекомерни буџетски дефицит еврозоне, дефинисаног пактом о стабилности и расту (13 од 17 држава чланица еврозоне), а неке од њих ушле су у зону неодрживог фискалног дефицита, који је подразумевао санацију комплетног фискалног система (Грчка, Ирска, Португалија).

На овако наглу ескалацију буџетског дефицита финансијско тржиште је реаговало поновном проценом ризика улагања у државне обвезнице држава чланица еврозоне, повећавајући при томе премију на ризик (*spread*) на обвезнице држава чији је дуг у највећем порасту. Повећани спред одражавао је, како кредитни

ризик појединих држава (ризик од банкротства), тако и ризик ликвидности, односно могућност да се обвезнице ових држава могу уновчити на тржишту само уз изузетно висок дисконт. Нове емисије обвезница презадужених држава имале су веома високе каматне стопе, чак до таквог нивоа који је терет отплате дуга чинио неодрживим, не само код презадужених држава чије су финансије саниране, него и код неких других држава које је финансијско тржиште сматрало за изузетно ризичне. У случају Шпаније и Италије, тражени принос на шпански дуг (емисија 10-годишњих државних обвезница) средином јуна 2012. године био је 6,85%, а на једнаки италијански дуг 6,28%, што је и те како више од нормалних приноса пре кризе сувереног дуга. Поменута појава била је заправо манифест тзв. заразе, на тржишту сувереног дуга, која се различитим каналима брзо ширила и на друге државе. Системски ризик био је активиран на финансијском тржишту еврозоне.

Најновија економска и финансијска криза показала је колико брзо финансијска рањивост привреде може прерастати у изразито погоршање јавних финансија, чиме је у први план избила важност праћења фискалних ризика који настају изван подручја јавних финансија. Ово се посебно односи на повећање ризика у банкарском сектору, због његове централне улоге у финансијској стабилности. Промене фискалне политике и ефекти њених мера у средишту су расправе о економској политици у Европи. У Економској и монетарној унији фискална политика остаје у оквиру националне надлежности која подлеже правилима Пакта за стабилност и раст. У том контексту, укупни фискални став еврозоне резултат је додавања националних фискалних политика и није квантитет који креатори политика циљају као такви.

Шубара и Целетовић (2017) постављају питања колико пажње треба поклонити овом свеукупном ставу. То је свакако контроверзна тема, која је стекла одређену популарност у последњих неколико година. Приметно је да за разлику од

ранијих конвенционалних убеђења, председник Европске централне банке уочава важност фискалног става еврозоне, барем у неким околностима, нпр. када је монетарна политика на нултој ниској граници.

Комисија је, уочивши потенцијалну слепу тачку у оквиру европске политике, основала Европски фискални одбор који је имао задатак, између осталог, да процени одговарајући фискални став еврозоне. Њихови главни налази указују да су годишње фискалне промене су релативно велике у еврозони, да су дугорочно упросечене, али да њихово стандардно одступање прелази један проценат БДП-а из године у годину. Фискалне промене су битне макроекономски и подстакнуте су дискреционим поступцима фискалне политике и аутоматским цикличким одзивом јавних финансија на економска кретања. Квантитативно, ове две појаве доприносе фискалној волатилности великих размера. Дискреционе фискалне промене, било експанзивне или рестриктивне, имају тенденцију да укључују и мере прихода и промене расхода које су у спречи и са упоредивим величинама, у датом временском периоду. Фискални ефекти на раст су релативно велики, просечно од 0,75% од БДП-а. Одражавајући претходне карактеристике, фискални ефекти потичу како из дискреционе политике, тако и из аутоматских стабилизатора, у сличним пропорцијама. Дискреционе политике су имале нешто неправилнији утицај у последњих двадесет година, понекад ублажавајући производне шокове, а некад их појачавајући.

Према констатацији наведених аутора, фискалне промене у целини допринеле су неометаним путевима раста, али највише захваљујући аутоматским стабилизаторима. Разлике између фискалних промена и фискалних ефеката могу се пратити кроз два фактора: један је у томе што се фискални мултипликатори разликују од јединства. Штавише, за одређену фискалну промену, комбинација фискалних инструмената утиче на мултипликатор. Општа тенденција је да фискални ефекти буду мањи од

фискалних промена, јер су мултипликатори у просеку испод један. Други извор разлика између фискалних промена и фискалних ефеката потиче из заостајања. Несавремене фискалне промене и даље имају мали утицај на фискалне ефекте, који споро расте. У шест година економске експанзије у еврозони је отворено 10 милиона радних места, а стопа запослености порасла је на историјски ниво од 72%, инвестиције као удео БДП опорављале су се приближавајући се нивоима пре кризе, и фискални дефицити су се значајно смањили у свим земљама еврозоне иако су остали на различитим нивоима. Међутим, успоравање привредних активности у последњим кварталима било је оштрије него што се очекивало и одражава мноштво фактора – спољних и домаћих, привремених и сталних. Међу њима, успоравање светске трговине, диспропорционални утицај на извозно оријентисану производњу у еврозони и проблеми везани за спровођење нових тестова емисије у сектору производње аутомобила играли су нарочиту улогу.

Садашња прогноза благог опоравка раста БДП током ове године почива на континуираној робусности домаће потражње, јењавању привремених негативних фактора, исцрпљености глобалне потражње и смањењу несигурности, паралелно са искристалисаном сликом Брегзита и трговинске политике. Надаље, неколико држава чланица предвиђа коришћење скромног фискалног подстицаја у контексту сталне монетарне сигурности. Чврсти темељи економије еврозоне оправдавају пројекцију опоравка. Међутим, политика мора бити спремна да имплементира додатну подршку ако се ризик од оштријег или дужег успоравања реализује. У том случају треба пустити фискалне стабилизаторе да слободно делују. Промовисање и заштита улагања, посебно у људе и вештине, и стављање већег нагласка на квалитет јавних финансија истовремено би ојачало потенцијал за раст и подржало агрегатну потражњу (Шубара et al. 2017, Радоњић, 2016, Ристић, 2014).

Главна инфлација у еурозони смањила се са 1,9% у последњем кварталу 2018. године на 1,4% у првом кварталу ове године, а смањена је углавном мањим повећањима цена енергије. Очекује се да ће цена енергије додатно опасти у наредним кварталима, услед негативних базних ефеката и очекиваних нижих цена нафте. Основна инфлација, која искључује цене енергије и непрерађене хране, такође је благо опала у првом кварталу, с обзиром на њену стабилност током 2018. године. Утицај значајнијег раста плата на цене до сада је остао изненађујуће пригушен и с недавним слабљењем економских активности, требало би трајати дуже него што се раније предвиђало.

9. Солидарна одговорност за јавни дуг и реформа Пакта о стабилности и расту

Теорија оптималног валутног подручја истиче да је за адаптацију на асиметричне шокове у различитим нивоима, односно државама веома значајно успостављање високог нивоа централизације националних буџета. Из овога проистиче питање колики су лимити такве централизације, а да би се на њега одговорило, неопходно је схватити да буџетски трансфери треба да се користе у случају привремених шокова, или лимитирано, уколико су у питању трајни шокови (Шубара, 2017, Радоњић, 2016, Stiglitz, 2018, Stiglitz, 2019).

Држава или регион који се суочава са трајним шоком, односно падом тражње за аутпутотом, прилагођавање врши променама у висини надница и цена или пак, померањем фактора производње. Буџетски трансфери се могу користити само привремено у циљу ублажавања проблема прилагођавања. Међутим, искуство са регионалним буџетским трансферима у оквиру нација (попут Италије и Белгије), предочава нам да је ове трансфере ипак веома тешко користити само на кратке стазе. Јер, када су регије суочене са негативним шоком (Мезођорно у Италији или Валонија у Белгији), тада трансфери, путем централизованих система социјалне заштите, интуитивно стреме за добијањем трајног карактера. Разлог је у томе што трансфери социјалне заштите умањују потребу за прилагођавањем. Они заправо теже ка томе да задрже реалне наднице у регијама где је депресија сувише висока, али и да умање мотив популације тог региона који је

усмерен ка приоритетним регионима. Дакле, трансфери заправо теже да постану самоизвршавајући фактор, што се најбоље може уочити на примеру Мезођорна, који прима трансфере од остатка Италије, који чине 20–30% регионалног аутопута Мезођорна у последњих 25 година. Слични регионални трансфери, иако мањи по величини, постоје и у другим државама, а један од таквих примера је Белгија. Велики и перманентни регионални трансфери стварају нове политичке проблеме, при чему се грађани просперитетних региона све више противе плаћању за друге. Неке државе суочавају се са таквим политичким проблемима који могу довести у питање јединство нације, а када национални идентитет ослаби, врло је вероватан распад оваквих држава. Када проучавамо различите врсте лимита, које би требало применити на централизацију националних буџета, укључујући и социјалну заштиту, могу нам послужити искуства регионалних трансфера у Европи. Сигурно да би ова централизација на европском нивоу могла проузроковати проблеме у већини држава, што би свакако водило у квази трајне трансфере од једне према другој групи држава (Шубара, 2017, Радоњић, 2016).

Национална идентификација је много мање развијена на европском нивоу, него на нивоу једне државе, што би засигурно отворило нове политичке проблеме који би угрозили јединство ЕУ (Krugman, 2012). Европи је потребна извесна централизација националног буџета, укључујући и системе социјалне заштите, како би монетарна унија беспрекорно функционисала, а степен централизације био далеко мањи од оног, достигнутог у данашњим европским националним државама. Постоје шеме лимитирања централизације система социјалног осигурања, нарочито бенефиција незапосленима, којима се руководи велики број економиста. Ове шеме носе у себи сугестије да лимитирана централизација, имајући у виду асиметричне привремене шокове, може бити врло ефикасна.

Уз хомогену и јаку монетарну политику и контролу монетарних агрегата у свим фазама циклуса, равнотежа буџета је ефикасан метод контроле и усмеравања привредних токова. Стабилизациону буџетску политику и политику регулисања тражње из кејнзијанске доктрине монетаристи углавном сматрају дестабилизационим фактором, чиме се и одричу тзв. функционалних финансија. Константни буџетски дефицит савремених држава резултирао је експанзијом непроизводних и војних расхода, као и потешкоћа у повећању пореских прихода, јер је пореска држава већ одавно достигла порески лимит. Дефицит јавног сектора предњачи када је у питању раст у учешћу у друштвеном производу, у односу на раст друштвеног производа у развијеним економијама. Веза у кретању дефицита јавног сектора и кретања стопе економског раста не постоји. Позитиван буџетски дефицит постаје сам по себи сврха и резултат аутономног повећања државних издатака, без обзира на економски раст, тако да се непродуктивни јавни расходи углавном не рефлектују на привредну активност.

ЕМУ и њена национална фискална политика мора претендовати у проналажењу баланса између два конфликта. Први указује на флексибилност, већ поменути у теорији оптималних валутних подручја. Национални владин буџет у одсуству инструмената девизног курса и централизованог европског буџета, једини је расположиви инструмент националних држава у супротстављању асиметричних шокова. У будућој ЕМУ национални буџети морају континуирано обављати улогу аутоматских стабилизатора када су државе погођене рецесијом. Други конфликт се односи на ефекат преливања, услед неодрживог националног дуга и дефицита. Неодрживи дугови и дефицити у појединим државама могу штетити осталим државама чланицама и неоправдано вршити притисак на ЕЦБ. Евидентно је да је Пакт више вођен страхом од неодрживих дугова и дефицита, него потребом за флексибилношћу, из чега проистиче да Пакт није балансиран због

наглашавања потребе за стриктним правилима на штету флексибилности. То ствара ризик да капацитет националних буџета у функцији аутоматских стабилизатора током рецесије буде нарушен, чиме се рецесија интензивира. Парадоксално је да Пакт, који је имао за циљ да заштити ЕЦБ од политичких притисака, заправо повећава ризик од таквог притиска.

Можемо закључити да Пакт о стабилности и расту превазилази своје ингеренције приликом наметања правила националним владиним буџетима. У недостатку флексибилног механизма националних буџетских политика у ЕМУ, долази до ризика, много већег од ризика неплаћања заосталог дуга. Веома је мало доказа о томе да монетарна унија повећава фискалну дисциплину и ризик од неплаћања дуга, у компарацији са ситуацијом изостанка монетарне уније. Међутим, критику на Пакт о стабилности и расту не би требало погрешно тумачити, јер она проистиче из чињенице да централно наметнуте санкције и крута правила нису идеална решења. Циљ који прокламује Пакт је добар, а огледа се у томе да буџетски дефицит и ниво дуга треба смањити у многим државама. Притом, смањење дуга и дефицита свакако ће поспешити флексибилност и извршити аутоматску стабилизацију националног буџета. Када државе попут Белгије и Италије смање свој дуг, и када се њихови буџети уравнотеже, раст дефицита, услед рецесије, неће лако довести до неодрживе експлозије владиног дуга, која је лимитирала капацитете ових држава при употреби аутоматских стабилизатора током недавне рецесије. Стога, поновно успостављање фискалне дисциплине ствара услове за употребом буџета као средства за амортизовање асиметричних шокова и стабиловање економије (Џелетовић, Шубара, 2017, Ристић, 2018).

Пошто је циљ Пакта спречавање излагања држава неплаћању дуга, најважније је колики је ниво тог дуга. Када су 2002. године буџетски дефицити у Француској и Немачкој претили премашај од 3%, није било разлога за бригу. Услед релативно малог нивоа

њиховог државног дуга, постојала је мала вероватноћа да ће повећање буџетског дефицита проузроковати ризик од неплаћања дуга. Када су буџетски дефицити осталих држава (Белгије и Италије) сишли испод 3%, то је био много већи разлог за бригу, због чињенице да ове државе имају много већи јавни дуг (преко 100% БДП 2002. године). На другом нивоу анализу буџетске ситуације потребно је заснивати на цикличном прилагођавању буџетском дефициту. Ово је поступак при којем ефекти цикличних кретања у БДП на буџет постају изоловани, а преостаје само структура буџетског дефицита. Последично, када се држава суочава са рецесијом, њен буџетски дефицит расте, а то је циклични ефекат. Уколико се тај ефекат издвоји из буџетског дефицита добијамо структурни буџетски дефицит на који рецесија не би требало да делује. У време процвата догађа се супротно. Процена да ли држава има превелик буџетски дефицит треба да се заснива на структуралном буџетском дефициту.

Важно је напоменути да циклични ефекат из буџетског дефицита није увек лако издвојити. Понекад опажен пад БДП није последица пословног циклуса, већ структуралних промена, као што је опадање привредног раста или продуктивности. Зато је приликом конструисања оваквих структуралних буџетских дефицита потребно добро просуђивање, у контексту додатног аргумента против коришћења ригидних правила, лимита од 3%. Захтев да државе у просеку треба да имају балансиране буџете, не заснива се на озбиљној економској анализи.

За отклањање свих недоумица императив је да Европска унија издвоји привредне области на које је потребно утицати на нивоу ЕУ, а затим да обезбеди неопходна средства. Ни релативни ни апсолутни обим буџета при томе нису важни, већ искључиво обим средстава неизоставних за промену одређеног понашања у жељеном правцу.

10. Европски фонд за финансијску стабилност и Европски стабилизациони механизам

Глобална финансијска криза проширила се на све земље Евроzone, управо због њихове финансијске повезаности. Решавање проблема изискивало је адекватну политику и изграђивање система за обезбеђивање финансијске стабилности. У циљу успостављања дугорочног раста, опоравка и јачања фискалног система, као и обезбеђивања помоћи чланицама у најкритичнијем положају, ЕУ је започела са примењивањем политике која је обухватала мере кризног менаџмента и институционалне реформе. Формиран је и Одбор за финансијску стабилност (ФСБ) основан са циљем да координира на међународном нивоу рад националних финансијских органа и међународних стандарда у циљу развоја и промовисања имплементације ефикасних регулаторних, надзорних и других политика финансијског сектора. Препоруке за јачање капацитета финансијске стабилности ФСБ објављују у својим годишњим извештајима.

Мере кризног менаџмента подразумевају финансијску подршку, фискалну консолидацију и макроекономску стабилизацију док су институционалне реформе, односно системске мере, у вези су са променом законодавства ЕУ, а у циљу јачања банкарског сектора, реформе фискалних правила, формирања Европског фонда за финансијску стабилност (ЕСФ) и промену банкарске регулативе.

Детаљнија систематизација ових мера обухвата: јачање надзора, шест правних предлога о равнотежи, националне фискалне

оквире, санкције, европски семестар, годишњи циклус за надзор, трајни кризни механизам, финансијски опоравак, европски стабилизациони механизам, свеобухватну стратегију за раст, запосленост и социјалну кохезију, јачање финансијске регулативе, пакт за евро плус, регулисање рејтинг агенција и хец фондова, јачање економских стубова ЕМУ и консолидација политика и конкуренција, реконструкција и стресно тестирање, промена пруденционалне контроле банака, кризни механизам за банке, европски систем финансијских супервизора, европски одбор за системски ризик, институција европских супервизора.

Формирање ЕСФ омогућило је кредитирање Еврозоне у износу од 440 милијарди евра и покривено гаранцијом чланица ЕМУ од 780 милијарди еура. Реч је о финансијској институцији са седиштем у Луксембургу, која је у власништву чланица Еврозоне и која обезбеђује финансијску помоћ на неколико начина: обезбеђује кредите државама које имају проблема, интервенише на примарном и секундарном тржишту дуга, под условом да ЕЦБ утврди да постоје ванредни услови на финансијском тржишту, као и опасност по финансијску стабилност, финансира докапитализацију финансијских институција путем зајмова државама и делује на основу програма предострожности. За финансирање својих активности емитује обвезнице и друге дужничке инструменте на тржишту капитала. Све рејтинг агенције су јој доделиле највиши рејтинг ААА, исти онај који има Европска Комисија у процесу задуживања (Целетовић et al. 2017).

Укупан фонд оба механизма износио је 500 милијарди евра, а формиран је да би државама омогућио приступ јефтиним изворима финансирања, Помоћ је строго условљена и да би државе могле покренути програм, морају је затражити и од ЕК и од ЕЦБ, те договорити програм макроекономског прилагођавања. Уколико се држава налази у стању фискалне угрожености или јој прете догађаји који су ван њене контроле, може добити помоћ у виду кредита или кредитне линије. Истовремено са овим

механизмима реаговала је ЕЦБ куповином државних обвезница угрожених чланица и ММФ са кредитима у износу од 280 милијарди еура. Концепт Програма има рок трајања од три године. Ипак, како су многи кредити одобрени са дужим роком трајања, трајање овог фонда продужено је на неодређено време и проглашава се Европским стабилизационим механизмом.

Почев од 2010. године, Европска унија се суочава са процесом дубоке интроспекције у погледу свог економског управљања. Потреба за оваквом реформом била је више него очигледна, али је управо озбиљност текуће економске кризе оно што је приморало власти да предузме кораке и реформише оквири економског управљања ЕУ. И заиста, основна начела ЕУ су поставила земље еврозоне у дихотомну ситуацију. Од 1999. године заједничку монетарну политику еврозоне спроводи и њоме управља Европска централна банка, тело на нивоу ЕУ, засновано на Европском систему централних банака. Са друге стране, фискална политика и даље остаје питање националног нивоа, ограничено једино обавезама према Пакту за стабилност и раст. Иако јасно прописује правила буџетске дисциплине, овај Пакт не предвиђа никакав механизам аутоматских санкција за земље која та правила крше (Џелетовић et al. 2017).

Наглим развојем кризе суверених дугова у еврозони, званичници ЕУ су исказали незабележени ниво солидарности успоставивши привремени механизам стабилизације погођених земаља, као олакшавајући фактор за европску финансијску стабилност. Ово је био први корак превазилажења јаза у архитектури Европске уније. Олакшица за европску финансијску стабилност, са укупним фондом од 750 милијарди ЕУР, тренутно функционише унутар Механизма за европску финансијску стабилност (European Financial Stability Mechanism – ЕФСМ), и то до половине 2013. године. Након тога, овај задатак преузима стално решење у форми Механизма за европску стабилност. Евалуацију функционисања овог механизма обављаће Европска

комисија, уз помоћ Европске централне банке, након истека три године његовог рада, 2016. године. Према овом механизму Европска комисија ће уговорити позајмице на капиталним тржиштима или између финансијских институција до правно обавезујућег горњег лимита од 60 милијарди ЕУР, у име Европске уније (по принципу олакшице платног биланса). Такав кредитни аранжман имплицира да Унија не сноси никакве трошкове сервисирања дуга и да камату и главницу кредита отплаћује земља чланица, тј. корисник кредита, посредством Комисије. Поред тога, Механизам предвиђа могућу финансијску помоћ земљи чланици еврозоне, преко субјекта посебне намене, што ће бити успостављено међудржавним споразумом свих земаља чланица еврозоне, који гарантује, на прогата основи, позајмицу до 440 милијарди ЕУР. Ово подразумева максимални кредитни капацитет од 500 милијарди ЕУР, при чему је укупни уписани капитал на основу Механизма за европску стабилност 700 милијарди ЕУР.

Земље чланице ЕУ које затраже финансијску помоћ у оквиру овог Механизма, излажу свој случај пред Европском комисијом и Европском централном банком. Помоћ ће бити пружена само уколико се дотична земља чланица обавезе да ће имплементирати програм строгог економског и фискалног прилагођавања. Комисија се након тога обраћа Савету, који квалификованом већином гласова усваја одлуку за одобрењем финансијске помоћи дотичној земљи чланици у невољи.

Механизам за европску стабилност прави дистинкцију између кризе ликвидности и кризе солвентности, а на основу анализе одрживости дуга коју спроводе Европска комисија и ММФ, у сарадњи са ЕЦБ. Уколико се уочи постојање проблема са ликвидношћу, држави се пружа помоћ путем Механизма, под условом да је поменути програм прилагођавања прихваћен, док се приватни кредитори подстичу да одрже своје изложености. Ако се процени да је земља несолвентна, дотична земља чланица ће

морати да преговара о свеобухватном плану са својим приватним кредиторима. У том случају, може јој се пружити помоћ у облику ликвидности применом механизма за европску стабилност. О укључености приватног сектора одлучује се од случаја до случаја, па се и у мало вероватном случају несолвентности примењују Клаузуле о колективној акцији, као инструмент за подстицање дискусије између дужника и његових кредитора. Механизам за европску стабилност ужива статус преференцијалног кредитора, који је подређен само кредитима ММФ.

До избијања светске финансијске кризе 2007. године, деловало је да су дуже и дубље рецесије остале само печат прошлих времена, а депресије музејски реликт, изузев повремених мањих контракционих епизода у појединим земљама у развоју и њиховим регионима. Глобална финансијска стабилност, обележена ниском инфлацијом, релативно стабилним девизним курсевима и каматним стопама у опадању, уз респектабилне стопе раста аутпута, стварали су утисак да су оформљени предуслови дуготрајног економског успона. Дрastiчно опадање тражње за аранжманима ММФ само је потврђивало убеђење да је светска економија на прагу до тада невиђеног моментума. Дух тријумфализма унутар ММФ можда најбоље осликава инсајдерско виђење историјских догађаја и идеја које су и формирале ову институцију до 2004. године (Wagner, 2010).

Целетовић и Шубара (2017) истичу да су светски финансијски торнадо и рецесија која га је пратила, распршили илузију да је економским кризама крај, док је победнички дух био потиснут страхом од депресије, високом незапослености и дефлацијом. Након финансијског пораза, Грчка је у априлу 2010. године затражила подршку, да би затим добила статус најважнијег клијента Фонда, чак испред фамозне Тројке. Стендбај аранжман Грчке, који је закључен маја 2010, постао је парадигма промашеног програма ММФ, погрешне процене, погрешних

квантитативних и квалитативних услова, искривљених прогноза и очекивања и, на крају, катастрофалних ефеката.

Према наведеним ауторима то су структурне и макроекономске архетипске области условљавања ММФ, оличеног квантитативним критеријумима извршења, који су, као и увек, задати у оквирима испред квалитативних услова. Програм је усмерен на тешке структурне фискалне реформе, које укључују пензијске реформе; реформе пореске администрације; ревизију управљања јавним финансијама и фискалног оквира; реформу оквира управљања дугом; јачање извештајног механизма јавног сектора, укључујући статистичке аспекте. Нема потребе наглашавати да се пензијске реформе нису ограничавале само на приватизацију сектора пензијских фондова, већ су подразумевале и драстично смањење затечених пензија, па чак и основаност њиховог стицања. Реформе пореске администрације, усмерене на њихову ефикасност, драматично су повећавале баласт пореских обавеза, пре свега домаћинствима.

Мере намењене финансијском, а посебно банкарском сектору, биле су мање изражајне. У првом плану била је солвентност и ликвидност домаћих финансијских институција, које су трпеле последице све већег неповерења јавности. У том смислу, стиче се утисак да је оснивање Финансијског стабилизационог механизма имало за циљ борбу против притисака на солвентност финансијског сектора Грчке. С обзиром на то да је банкарски систем био изложен дезинфлацији, што се у неку руку и очекивало, са често негативним реперкусијама на профит и биланс, програм је предвидео стварање потпуно независног структурног преображаја конкурентности грчке економије. Детаљније о овим механизмима и њиховим функционалним донетима говорићемо у наредним поглављима.

11. Институционални и функционални аспекти супервизије банака у ЕУ

11.1. Финансијске кризе, институционално регулисање и надзор банака у ЕУ

Постизање интеграције монетарне политике и надзора стављањем надзорног органа у централну банку има додатну предност заштите од политичког и притиска и регулаторног ограничавања. Будући да је део исте институције као и централна банка, супервизор може имати користи од политичке независности и угледа монетарне власти. У овом случају, интегрисана структура монетарне политике и надзора може ефикасно умањити сукоб интереса који произилази из близине супервизора, политичких тела и регулисаних ентитета, што би требало резултирати ефикаснијим надзором. У односу на структуру надзора, чини се да централизација надзора доноси значајне користи у смислу мањих могућности надзорне арбитраже банака и ниже информационе асиметрије. Употреба уобичајених и стандардизованих правила и података за процену здравља банака драстично смањује могућност регулаторне / надзорне куповине за банке. Штавише, велики централни супервизор може искористити економију обима и обима надзора и стећи ширу перспективу о стабилности банкарског сектора у целини. На пример, може да упореди различите институције, смањујући

тако информациону асиметрију и заузврат побољшавајући финансијску стабилност (Ampudia, 2019)

Потенцијални недостаци централизоване надзорне структуре су недостатак специјализације централних супервизора у односу на локалне супервизоре и већа удаљеност између супервизора и надзираних институција. То се може претворити у ограничено знање о тржиштима на којима банке послују, њиховим организационим структурама и производима које нуде. Мало је емпиријских доказа о томе колико су ови недостаци значајни. Међутим, чини се да би се таква питања могла решити адекватном поставком организационе структуре централизованог супервизора. У еурозони је успостављање модела надзора резултирало интегрисаном и централизованом структуром. Надзор сада постоји у оквиру ЕЦБ-а, а надзорни стандарди и правила су дефинисани на централном и наднационалном нивоу. Без обзира на то, у пракси постоји неколико елемената у овој структури, тзв. хибридни аранжмани, недовољно интегрисани у орган монетарне политике и недовољно централизовани.

Циљеви супервизије и монетарне политике су јасно раздвојени, као и органи одлучивања од оперативних јединица. Надгледају се само значајне институције, али мање значајне надгледају индиректно (локални супервизори) пратећи заједнички правилник. Механизам надзора поставља усклађене стандарде и правила о извештавању, али се ослања на њихово прикупљање код националних надзорних органа. Иако ова хибридна структура омогућава коришћење неких предности координације између монетарне политике и надзора, пожељна је још већа координација и интеракција, посебно на нивоу оперативних јединица. То би у ствари побољшало пренос информација од централне банке до супервизора, што је пожељно у оба смера. Интензивнији пренос информација од централне банке до супервизора омогућио би супервизору да у своје одлуке унесе кључне информације о важним макроекономским варијаблама,

што би довело до шире перспективе финансијских институција и тржишта. По тој аналогји, побољшање преноса информација о финансијским институцијама и тржиштима од супервизора до јединица монетарне политике такође би имало корисне ефекте кроз побољшање вођења монетарне политике, као и интервенције кредитора у крајњој инстанци.

Конкретно, ове последице би имале користи од детаљних информација о солвентности појединих институција, јер би се на тај начин спречиле злоупотребе ликвидности централне банке и на тај начин свеле на најмању могућу меру извесне девијације повећаног склоности ка ризику банака. Тренутно, ванредна ликвидност централне банке може се пружити банкама само уколико супервизор процени да су солвентне. Дакле, ова структура уводи ризик од потенцијалне разлике у условима приступа извору ликвидности централне банке и може заузврат довести до поремећаја у понашању банака. Другим речима, није важно само да постоје усаглашена и пропорционална правила и стандарди, већ и да се та правила и стандарди доследно примењују у свим земљама и банкама. У исто време, било би важно залагати се за усклађеније подстицаје између централног надзора и националних супервизора (Ampudia, 2019).

Усаглашавање правне заштите националних супервизора могло би представљати корисну интервенцију за постизање веће доследности у надзорним стандардима. Слично томе, укључивање додатних критеријума, као што је упућивање на пословни модел банке, у оне који одређују да ли је банка под надзором, може бити корисно у ограничавању стратешког понашања регулисаних посредника. Свеукупно гледано, изазов је успоставити прави баланс између веће надзорне независности, шире перспективе и ефикасније организационе структуре која је повезана са централизованим супервизором, постављеним у централној банци и искоришћавањем супериорних информација националних супервизора (Ampudia, 2019).

Према новом систему ЕЦБ, дакле, има функцију надгледања највећих и најумреженијих банака система, док ће остале надгледати националне агенције. ЕЦБ, такође, има пуно право да интервенише у било којој финансијској институцији, уколико нека држава процени да је то неопходно. Јединствени механизам супервизије укључује 17 чланица Еврозоне, али ће бити отворен и за преостале чланице ЕУ које имају сопствене валуте.

Од 1. јануара 2011. године систем финансијске структуре је знатно ојачан. Први корак био је оснивање Институције европских супервизора (ЕСАС), односно Европски систем за финансијску супервизију, која обухвата следеће органе: Европски регулаторни орган за банкарство (ЕБА), Европски регулаторни орган за осигурања и пензије (ЕИОПА) и Европски регулаторни орган за хартије од вредности и тржиште капитала (ЕСМА). Ове институције имаће координациону улогу у супервизији финансијских институција у Европи, решаваће конфликте између националних супервизора и њене одлуке ће бити обавезујуће. За сваку институцију појединачно, биће формиран такозвани Колеџ супервизора, сачињен од националних супервизора и Институције европских супервизора. Европска институција за финансијско тржиште ће имати директан утицај на супервизију агенција за кредитни рејтинг, које до сада нису биле контролисане (Cuocolo, 2015).

Крајем 2010. године формиран је Европски одбор за системски ризик (ЕСРБ), као оквир који ће ојачати супервизијску структуру на микропруденционом, али по први пут и на макропруденционом нивоу. Главни задатак овог тела је макропруденциона супервизија читавог финансијског система ЕУ. Од самог оснивања ЕСРБ очекивања су ишла у смеру да ће допринети идентификацији системских ризика и учествовати у њиховом решавању. Упозорења и препоруке нису обавезујуће, али су корисне, и то како за субјекте надзора, тако и за информисање шире јавности. Независност овог тела доприноси објективној

оцени политике појединих европских лидера и чини најзначајнији елемент за банкарску унију. Дефинисани задаци обезбеђују Европској централној банци простор за манипулацију у свим фазама макропруденционог надзора. Прикупљањем и анализом података она је у таквој позицији да може благовремено препознати ризике којима је изложен банкарски сектор, али и помоћи њиховом умањењу одговарајућим упозорењима и препорукама. Европска централна банка на тај начин постаје активан ентитет политике надзора кредитних институција у државама чланицама (Голубовић, 2014). ЕЦБ је добила велика овлашћења, а банкама је отворен пут за директну помоћ из европског фонда, што се сматра кључним фактором за излазак ЕУ из дужничке кризе.

Да би се изашло из дужничке кризе морало је бити решено једно од најважнијих питања, а то је питање регулације и надзора финансијских институција и финансијских тржишта на националном и међународном нивоу (Talani, 2009).

11.2. Књига јединствених правила за регулисање пословања банака

Институционализовану архитектуру банкарског надзора у суштини чине јединствена правила која се базирају на скупу правних аката којима се утврђују капитални захтеви за банке, обезбеђује боља заштита депонената и спречава пропадање банака. У том смислу конципирани правилник сачињен је од низа законодавних и правних аката који имају за циљ да осигурају штедне улоге грађана, одреде стопу обавезних резерви за банке, успоставе механизме за превенцију пропадања банака и поставе механизме за управљање банкама и инвестицијским друштвима која се суочавају са потешкоћама. Уз све то, на нивоу ЕУ постоји обавеза да се уклоне све разлике у законодавству међу државама чланицама, потрошачима осигурају једнак ниво заштите, те осигурају једнаке услове за банке у целој ЕУ. Најважнији правни

акти везани за банкарску унију су: директива о капиталним захтевима, измењена директива о системима осигурања депозита и директива о опоравку и санацији банака. Банкарска унија, као део интегрисаног финансијског оквира, заправо је одговор на вишеструке финансијске и привредне кризе (Петровић, Ристић, 2018). Чланице еуроподручја аутоматски припадају и банкарској унији, док се друге државе чланице могу накнадно прикључити. Банкарска унија као други стуб интеграције, а тиме и јачање институционалног аранжмана финансијске стабилности, почива на три стуба и то: Јединственом надзорном механизму (ССМ), Јединственом санацијском механизму (СРМ) и Систему за осигурање депозита (СОД). (<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/>, приступљено, 31.10.2019)

Јединствени надзорни механизам, као главни стуб банкарске уније, има задатак да еуроподручје одржава стабилним, и да помогне већ одавно угроженој економији да се опорави. Овај механизам има могућност и да захтева од банака обезбеђење више финансијских средстава у својим резервама, као фактор сигурности за могуће будуће проблеме, те да санкционише све оне банке које из неког разлога прекрше дата правила. Исто тако, омогућава банкама здравије пословање и већу резистенцију на спољне шокове, попут финансијске кризе. Структура овог механизма води ка томе да се стабилизација надзорног и регулаторног оквира, као важног елемента, поново успостави, како би се вратило поверење улагача, спречиле несигурности у вези са регулаторним и надзорним активностима и, наравно, убзао раст и финансијска стабилност (Петровић, Ристић, 2018б).

Овај механизам, као главни стуб банкарске уније, утемељен је 4. новембра 2014. године. Обухвата Европску централну банку, која тесно сарађује са националним надзорним телима. Задатак овог механизма је да осигура исправност финансијског сектора путем редовних и темељних провера које важе за све

земље Европске уније. Обезбеђујући међузависност банкарских и монетарних правила, Европска централна банка има непревазиђену улогу приликом спровођења јединственог надзорног механизма. Главни циљеви јединственог надзорног механизма су осигурање сигурности и поузданости европског банкарског система, допринос финансијској интеграцији и стабилности и осигурање доследног надзора. (<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/>, приступљено, 01.11.2019)

Европска централна банка има кључну улогу у Јединственом надзорном механизму и у сарадњи са националним надзорним телима директно надзире највеће кредитне институције и инвестицијска друштва на подручју еурозоне, односно оне институције које задовољавају критеријуме да укупна вредност премашује 30 милијарди еура и да разлика између имовине и БДП-а државе чланице премашује 20 посто, осим ако је укупна вредност имовине мања од 5 милијарди евра. Јединствени санациони механизам (у даљем тексту СРМ), неопходна је допуна Јединственом надзорном механизму који врши пренос одговорности банкарског надзора на европском нивоу. Недавна финансијска криза показала је да банке које се суочавају са финансијским проблемима, као и оне са прекограничним активностима, не могу бити препуштене банкроту услед масивних поремећаја на финансијским тржиштима. Преговори око успостављања СРМ узимали су у обзир четири важна питања и то обим и чланство у СРМ, централизације одлучивања, извора финансирања, као и правних темеља, а све са циљем изградње квалитетних темеља за успешан рад банкарске уније.

Када говоримо о главним циљевима Јединственог санацијског механизма, првенствено говоримо о јачању поверења у банкарски сектор, спречавање навале клијената у банке и ширење проблема, смањењу негативне повезаности између банака и држава и уклањању расцепканости унутрашњег тржишта у

погледу финансијских услуга (Sum, 2016). Пре него што је основан Јединствени санациони механизам, инсолвентне банке нису биле у могућности да обављају најједноставније банкарске активности, попут услуга плаћања и кредитирања. Такве банке ваљене су из муља дуговања новцем пореских обвезника. Европска централна банка ће, као надзорни орган, сигнализирати банкама, чланицама Еурозоне, пре него што упадну у озбиљне финансијске проблеме и потешкоће, да не би дошло до фаталних последица за финансијски сектор. Са друге стране, успостављањем санационог механизма обезбеђује се неутрални приступ приликом поступања са банкама у пропадању, из чега произилази да ће се повећати стабилност институција држава чланица и спречити ширење кризе на неукључене државе чланице.

Јединствени санациони механизам, као кључни фактор банкарске уније Европе, састоји се од: санацијског тела на нивоу Европске уније – Јединствени санацијски одбор и заједничког санацијског фонда који се финансира средствима банкарског сектора (<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/>, приступљено, 01.11.2019)

Јединствени санацијски одбор (СРБ), је ново санацијско тело европске банкарске уније, кључни елемент банкарске уније и њеног јединственог санацијског механизма. Мисија одбора подразумева осигурање прописних санација посрнутих банака, уз што је могуће мањи утицај на реалну привреду и на јавне финансије укључених земаља Европске уније и осталих земаља. Главни задаци јединственог санацијског одбора су формирање стандардних правила и поступака за санацију субјеката, доношење одлука о санацији унутар банкарске уније на темељу стандардног поступка (ради одржавања тржишног поверења), успостављање веродостојних и изведивих планова санације, уклањање препрека санацији са циљем обезбеђења сигурности банкарског система у Европи, смањење трошкова санације на најмању могућу меру и избегавање рушења вредности, осим ако

је то нужно за постизање циљева санације, обезбеђење кључних предности пореским обвезницима, банкама и власницима депозита и промоција финансијске и привредне стабилности на нивоу целе Европске уније (Sum, 2016b).

Формирањем јединственог санацијског одбора, уједно је оформљен и Јединствени фонд за санацију (СРФ), чија се средства користе за санацију посрнутих банака након што се искористе друге могућности, као што је санација властитим средствима. Овај фонд се попуњава током раздобља од осам година, почев од 01. јануара 2016. године. Предвиђања су да крајем 2024. године овај износ треба достићи барем 1% износа осигураних депозита свих кредитних институција, са одобрењем за рад у свим државама чланицама банкарске уније. Његов процењени износ износиће око 55 милијарди евра. Како се ради о раздобљу од 8 година, Фонд ће се у почетку састојати од „националних одељака”, који ће се затим постепено спајати у току осмогодишње прелазне фазе. Ово „обједињавање” употребе уплаћених средстава започеће са 40 % у првој години и 20 % у другој години, а затим ће се перманентно повећавати у једнаким износима током преосталих шест година до укидања националних одељака. Државе чланице које су потписале споразум, а нису у еуроподручју, мораће да поштују права и обавезе које из њега произилазе тек након што се придруже јединственом надзорном механизму и јединственом санацијском механизму (<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/>, приступљено, 01.11.2019)

11.3. Јачање финансијске супервизије у ЕУ

Успешно функционисање банкарског система неопходно је за одржавање стабилности и делотворности банкарског сектора. Појачана сензитивност, која врло лако може условити нестабилност, саставни је део свакодневног пословања банака. Ризик пословања је у банкарству немогуће избећи, али је потребна пракса суочавања са овим фактором. Да потенцијални проблеми у банкарству не би подстицали неповерење јавности и одлив капитала или пак, изазивали поремећаје читавог привредног система земље, банкарски сектор је зарад тога регулисан на такав начин да надзор и контролу над његовим пословањем врше надлежне институције.

Занимљиво је истаћи да банке у САД и развијеним земљама Европе имају ограничену предузетничку слободу, те да је њихово пословање већ деценијама предмет разних облика надзора и контроле. Да би банке успешно пословале, потребно је изградити поверење у њихов систем пословања. У основи свих регулаторних правила налази се скуп заштитних механизма, са акцентом на превентивном деловању. Спровођењем организационих процедура и поступака, овакав систем интерних контрола треба да осигура максималну заштиту малих штедиша, депонената и уопште повереника банке, што позитивно утиче на стабилност банкарског и привредног система.

Познато је да банке имају улогу креатора новца и водитеља платног система. Често, међутим, није могуће изградити систем који ће осигурати стабилност и сигурност њиховог пословања, али квалитетна и правилно спроведена регулација може, ако не да спречи, онда бар да умањи штету коју сноси због лоших пословних одлука. Регулација банака заправо је успостављање правила, са циљем минимализовања банкарских ризика и очувања њене солвентности. У том смислу, смањење ризика остварује се кроз разне облике државног надзора и контроле

пословања о којима смо раније говорили. Спровођење тих правила и надзор над пословањем у ЕУ обавља надлежна институција за суперпервизију сваке поједине земље. Поред заштите солвентности, банке штите депоненте од губитака, ако банка не буде у могућности да извршава своје обавезе. Регулација и супервизија банака такође представљају средство за смањење системског ризика у банкарству, који сигнализира да се криза проширила на читав банкарски систем, те додатно прети реалном сектору економије. Управо је то додатни разлог за спровођење регулационе контроле и супервизије банака, а у последње време и других финансијских институција. Важно је истаћи да и поред регулације и надзора над пословањем банака долази до проблема изазваних различитим узроцима, најчешће комбинацијом макроекономске нестабилности, слабе профитабилности у предузетништву и лошег управљања банком (Џомбић, 2010).

Јачање финансијске супервизије на тај начин придонosi сигурности и поузданости банкарског система, као и обезбеђењу стабилности читавог финансијског система у Европској унији и свакој држави чланици учесници. За што успешније спровођење свих задатака у банкарској унији, неопходно је осигурање такве политике бонитетног надзора над кредитним институцијама, која ће обезбедити да се јединствена правила за финансијске услуге примењују на исти начин као и на кредитне институције у свим државама чланицама. Исто тако, неопходно је да се на кредитне институције примењује искључиво надзор највишег квалитета, на који никако не могу утицати други аспекти небонитета. Независност Европске централне банке темељи се на: институционалној независности, при чему националне централне банке у Управном већу ЕЦБ морају имати висок степен независности, оперативној независности, где је ЕЦБ потпуно слободна у избору и спровођењу монетарних инструмената, личној независности, где чланови Управног већа имају дуге и неопозиве мандате и финансијској независности, јер су

независне националне централне банке једине уписале капитал ЕЦБ (Радосављевић, Васиљевић, 2019).

За успешно спровођење и реализацију задатака нужна је сарадња са осталим финансијским институцијама. За успоставање ССМ односно, осигурање бонитетног надзора свих кредитних институција са седиштем у државама чланицама, ЕЦБ је дужна да изврши следеће задатке, с обзиром на то да има искључиву надлежност и то издавање и одузимање одобрења кредитним институцијама у Унији, надлежност у оснивању подружница на територији Уније, што подразумева пружање прекограничних услуга у држави нечланици, анализирање добијених информација надлежних националних тела, те израда извештаја о бонитету појединих банака и финансијских институција. Наведено укључује и спровођење стрес тестова за поједине банке, надзор над њиховим спровођењем и реализацијом, спровођење надзора на консолидираној основи над матичним друштвима кредитних институција, са седиштем у једној од држава чланица учесница, учествовање у додатном надзору финансијских конгломерата у односу на кредитне институције које су у њега укључене и пружање улоге координатора у случајевима када је именована координатором и спровођење надзорног задатка у односу на планове опоравка, као и рану интервенцију, у случајевима када кредитна институција или група у односу на које је ЕЦБ консолидацијско надзорно тело, не испуњава или ће вероватно прекршити важеће бонитетне захтеве.

По правилу, Европска централна банка не спроводи свакодневан и директан надзор над банкама, али врши надзор над функционисањем ССМ-а. Приликом обављања својих задатака, ЕЦБ је у константној кооперацији са Европским системом централних банака (ЕСЦБ), који обједињава све централне банке ЕУ. Приликом извршења својих задатака, ЕЦБ одговара парламенту и Већу као институцијама са демократским легитимитетом, које представљају грађани Уније и држава чланица.

Ово укључује редовне извештаје и подношење информација Европском парламенту. Улога ЕЦБ у систему монетарне политике потпуно се разликује од улоге коју има у систему Банкарске уније, те их је потребно успешно раздвојити како би се избегли сукоби интереса и осигурало да се свака функција спроводи сходно постављеним циљевима. Систем монетарне политике има за задатак одржавање стабилности цена, док је у систему Банкарске уније њен задатак спровођење надзора, те заштита сигурности и снаге кредитних институција и стабилности финансијског система.

Финансијска криза је указала на огромне недостатке финансијског надзора, који није успео да предвиди штетна макропруденцијална кретања и спречи акумулацију прекомерних ризика унутар финансијског система. Европски парламент је неколико пута истицао значајне пропусте у надзору Уније над све интегрисанијим финансијским тржиштима, и изнео низ законодавних предлога новог оквира који ће се примењивати од 2010. године, када је Уредбом ЕУ и основан Европски одбор за системски ризик, са седиштем у Франфурту на Мајни. Између осталог, веће је закључило да би Европска централна банка (ЕЦБ) требало да пружи аналитичку, статистичку, административну и логистичку подршку Европском одбору за системски ризик (ЕСРБ, тј. European systemic Risk Board), користећи се техничким саветима националних централних банака и супервизора.

Задатак ЕСРБ-а је мониторинг и процена системског ризика у нормалним временима, у сврху ублажавања изложености система ризику од неуспеха системских компоненти и јачању отпорности финансијског система на шокове. Одговорност за макропруденцијалну анализу и даље је фрагментирана, а спроводе је различити органи на различитим нивоима, без употребе механизма који би обезбедио одговарајућу идентификацију макропруденцијалних ризика, експлицитног упозорења и препорука, праћених акцијом. Новооформљени систем

макропруденцијалног надзора захтева високо профилисано вођство. Из наведеног разлога, а с обзиром на његову кључну улогу и међународни и унутрашњи кредибилитет, планирано је да председник ЕЦБ буде председавајући ЕСРБ-а, у првом мандату од 5 година након ступања на снагу Уредбе о ЕСРБ-у. Исто тако, уочена је потреба за успостављањем Европског система финансијске супервизије (ЕСФС), који окупља актере финансијског надзора на националном нивоу и на нивоу Уније, и на тај начин формира систем мреже. Интенције на нивоу Уније су да мрежу чине ЕСРБ и три микро-надзорна тела: Европско надзорно тело за банкарство, Европски надзорни орган за осигурање и професионално пензијско осигурање, као и Европски надзорни орган за тржишта и хартије од вредности (у даљем тексту колективно се називају „ЕСА“). Унији је неопходан ЕСРБ, успостављен као ново самостално тело, које би под својим окриљем окупило све финансијске секторе, као и гарантне шеме за обављање макропруденцијалног надзора на нивоу Уније.

За неометано функционисање ЕСРБ неопходно је учешће макропруденцијалних супервизора, како би се процена макропруденцијалног ризика заснивала на потпуним и егзактним информацијама о кретањима у финансијском систему. Од суштинског је значаја да сви чланови ЕСРБ своје дужности врше непристрасно, узимајући у обзир само финансијску стабилност Уније као целине, док се одлуке о упозорењима и препорукама доносе обичном већином гласова. Праћење и процена потенцијалних системских ризика засновани су на широкој лепези релевантних макроекономских и микрофинансијских података и показатеља. Ови системски ризици укључују ризике од поремећаја у финансијским услугама, проузрокованих значајним оштећењем свих или појединих делова финансијског система Уније, који могу имати озбиљне негативне реперкусије на унутрашње тржиште и реалну економију. Уколико је потребно, ЕСРБ се консултује са заинтересованим странама из приватног сектора,

укључујући представнике финансијског сектора, удружења потрошача, групе корисника у области финансијских услуга које је успоставила Комисија или законодавством Уније, пружајући им тако правичну могућност да изнесу своје ставове. ЕСРБ има задатак да прати и процењује ризике финансијске стабилности, чиме би директно допринео интегрисаној надзорној структури Уније, која је неопходна за промовисање правовремених и доследних политичких одговора међу државама чланицама, чиме се унапређује унутрашње тржиште (<https://www.esrb.europa.eu/pub/reports/html/index.en.html>, приступљено, 01.11.2019)

Како би се банкарски сектор развио, а регулаторни оквир и надзор над банкама ојачао, нарочито банака изван граница, 2011. године је оформљено ново Европско надзорно тело за банкарство (у даљем тексту ЕБА). То је независно тело Европске уније и будући неизоставни сегмент Европског система финансијског надзора. Њен главни задатак је да осигура и одржи финансијску стабилност у Европској унији, као и да омогући делотворно, доследно и правилно функционисање банкарског сектора. Иако је ово тело независно, за своје поступке и одлуке одговорна је Европском парламенту, већу Европске уније и Европској комисији.

Свакодневни мониторинг над банкама у надлежности је националних надзорних тела, а ЕБА не спроводи директан надзор над финансијским институцијама и њено правно деловање је ограничено. С обзиром на то да ЕЦВ путем Јединственог тржишног механизма има овлашћење за надзор над банкарским сектором у свим државама чланицама еуроподручја и другим државама чланицама које желе да учествују, неопходно је извршити расподелу одговорности и на ЕБА, као и одборе националних надзорних тела, а све у циљу избегавања ризика преклапања задатака и одговорности. (<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy>, приступљено, 01.11.2019)

Главни задаци ЕВА, који се односе на све државе чланице су побољшање функционисања унутрашњег тржишта осигуравајући прикладан, делотворан и усклађени надзор и прописе, утицање на креирање јединствених европских правила у подручју банкарства, усвајањем обавезујућих техничких стандарда и смерница, промовисање конвергенције надзорних пракси, у циљу осигурања усклађености и примене бонитетних правила, истраживање недовољне примене права Европске уније од стране националних тела, одлучивање у ванредним ситуацијама, посредовање у споровима између надлежних тела у прекограничним ситуацијама и процењивање ризика и сензитивности у банкарском сектору Европске уније, путем редовних извештаја о процени ризика и паневропских стрес тестова. (<https://eba.europa.eu/supervisory-convergence>, приступљено, 01.11.2019), и (<https://www.esrb.europa.eu/mppa/stress/html/index.en.html>, приступљено, 01.11.2019).

12. Монетарно-фискална контроверза у ЕУ

12.1. Наднационални фокус монетарне и национални фокус фискалне политике

Суочена са различитим националним привредама, нарочито привредама нових чланица, Европска централна банка данас води лабавију монетарну политику. Њена улога у тренутним околностима је веома тешка, јер је немогуће водити јединствену политику која ће бити у интересу свих држава чланица. Неке државе чланице имају различите стопе раста друштвеног производа, различити степен инфлације и ниво незапослености. Поставља се питање како у неким државама спречавати рецесију, а у другим инфлацију. Задачи ЕЦБ према Уговору из Рима су стабилност цена, дефинисање и примењивање монетарне политике, извршавање девизних послова, задржавање и контролисање званичне девизне резерве држава чланица и унапређивање несметаног система плаћања. Њена независност је функционална (гарантује стабилност цена), институционална (не прихвата упутства трећих лица), персонална (дуги мандати чланова органа одлучивања) и финансијска. Она је независна и од политичког мешања и може да не гарантује за земљу која расипа финансијска средства.

Са 19 националних банака земаља учесница у Европској унији образује се Европски систем централних банака (ЕСЦБ). Иако је ЕСЦБ шири систем, њим заправо руководе тела ЕЦБ од

којих су два најзначајнија: Савет гувернера и Извршни одбор. Кад кажемо да је основни циљ ЕЦБ да чува ценовну стабилност значи да индиректно она има утицај и на остатак Европске уније па и на светску привреду. У извештајима ЕЦБ је прецизирано: ценовна стабилност се дефинише као годишњи раст хармонизованог индекса потрошачких цена (ХИЦП) за евро област од 2%. Ценовна стабилност се одржава на средњи рок. ЕЦБ има мала средства резерви да би могла да покрије део, а камоли цели дуг, али када би дошло до монетизације дуга из ЕЦБ она би довела до раста инфлације у читавој Еврозони, чиме би биле погођене чак и земље које држе евро у резервама и оне које користе евро, а нису у еврозони. У склопу тога треба водити рачуна о зајмовима које држава узима од домаћих банака и да се не задужује више од 20% укупног износа њеног дуга, чиме би се спречило да евентуални мораторијум државе на дуг доминантно погоди домаће банке (Прокопијевић, 2007).

У време када прети опасност од инфлације, есконтне стопе расту, а када се та опасност смањује опада и есконтна стопа. Ако есконтна стопа неке стабилне валуте износи знатно више од таквих стопа других валута, онда новац тежи да иде у ту валуту са највишом стопом, а да напушта друге валуте. Међутим, скуп новац утиче на пословну активност и што је скупљи, мање се тражи и обрнуто. Горе поменута релативност ЕЦБ проистиче из утицаја политичара и тела из Брисела, јер осим одржавања ценовне стабилности основни циљ је и подржавање економске политике Уније. Из тог разлога извршна тела из Брисела могу да захтевају мекшу политику ЕЦБ која ће за последицу имати већи раст стопе инфлације. Други начин деловања на ЕЦБ јесу националне економске и посебне фискалне политике. Релаксирана фискална политика и висока државна потрошња јесу ствари које ЕЦБ тешко може да анулира ма колико реструктивну монетарну политику водила.

Проблематика о којој овде расправљамо била је интересантна научној јавности готово читаву деценију уназад, У периоду до 2012. године, низ студија анализира утицај финансијске кризе на фискалну стабилност у земљама еврозоне. Чак и ако њихови документовани резултати представљају механизме преношења финансијске нестабилности према фискалном сектору, реалистичнији проблем је повезан са доприносом фискалне и буџетске неравнотеже у ширењу финансијске нестабилности.. Финансијска стабилност еурозоне мери се на основу збирног индекса финансијске стабилности, који је изграђен применом ММФ методологије која се користи за индекс финансијског потреса. Након што се криза државног дуга појавила у еурозони, неколико економиста је погоршање стања јавних финансија повезало са глобалном финансијском кризом. А ова веза се не може занемарити ако погледамо ситуацију у Португалу, Ирској, Грчкој и Шпанији, такозване ПИГС земље. Механизми преноса финансијске нестабилности према фискалном сектору су сложени и самим тим финансијска криза може утицати на фискални сектор на различите начине. Прво, фискални биланс се погоршава услед смањења пореских прихода који су последица економске рецесије и повећања државних расхода у циљу подстицања економских активности. Друго, државни дуг се повећава, јер владе, у циљу спашавања проблематичних финансијских институција и превазилажења финансијске кризе, прибегавају издавању јавних обвезница.

У том погледу, правоснажна реформа Пакта за стабилност и раст повезана је са координацијом фискалне политике. Тачно је да криза негативно утиче на фискални сектор, али је тачно и да смо имали кризу јер је фискална политика и координација монетарне политике била веома лоша. Због тога је реалнији проблем повезан са доприносом фискалне и буџетске неравнотеже у ширењу финансијске нестабилности. У анализама Tiberiu (2012), видимо да на основу једноставног економетријског модела,

поред експанзивне монетарне политике, буџетски дефицит води до погоршања финансијске стабилности. Финансијска стабилност еурозоне мери се на основу збирног индекса финансијске стабилности, који је изграђен применом методологије ММФ-а, која се користи за израду индекса финансијског потреса. Наши резултати показују да је финансијска стабилност повезана са другим циљевима Европске централне банке (ЕЦБ) и националних влада у Европској монетарној унији (ЕМУ). Сходно томе, да би се избегла нова кризна појава, потребно је имати бољу координацију између ЕЦБ и националних влада. Ова координација се може постићи разматрањем финансијске стабилности као заједничког циља. Сарадњу власти такође подржавају различити одбори за финансијску стабилност који су створени у последње време.

Недавна економска криза ставила је у питање механизам координације економских политика унутар монетарног подручја. Литература о мешавини политика која се односи на фискалну и монетарну координацију не нуди одговоре по питању финансијске стабилности. Чак и ако мноштво показује да је буџетска координација неопходна за смањење утицаја асиметричних потреса на нивоу ЕМУ, ниједан од ових радова не анализира блиску везу која постоје између макроекономске стабилизације и системске финансијске стабилности. Неравнотежа која се појављује у стварној активности има ефекат на финансијски систем и јавна управа (централне банке и владе) је приморана да направи стратегију интервенције. У еврозони су током недавне економске кризе ЕЦБ и националне владе предузимале репетитивне мере да би стабилизовале финансијску активност. На почетку су интервенције биле представљене ињекцијама ликвидности на тржишту – зајмодавац као последња солуција. Након тога извршена је обимна реформа институционалног оквира за регулацију и надзор. У том контексту, државе чланице еврозоне створиле су Европски фонд за финансијску стабилност. Мандат

ЕФСФ је да чува финансијску стабилност у Европи пружањем финансијске помоћи чланици еурозоне. Овлашћен је да користи следеће инструменте уз испуњење одређених услова: зајмови земљама у финансијским тешкоћама, интервенције на примарном и секундарном тржишту дуга и докапитализација финансијских институција путем зајмова владама. Истовремено, створен је Европски систем финансијских супервизора (ЕСФС). Успостављање ЕСФС повезано је с компликованом мрежом регулаторних и надзорних институција, а његов циљ је да олакша сарадњу између ЕУ и националних супервизора. У истом духу 1. јануара 2011. створена три надзорна тела: Европско тело за банкарство (ЕБА), Европско тело за хартије од вредности и тржишта (ЕСМА) и Европске тело за осигурање и пензије (ЕИОПА). Поред развоја институционалне структуре за регулацију и надзор на нивоу ЕУ, још пре надирања кризе, у неколико европских земаља успостављени су различити механизми сарадње у погледу финансијске стабилности. Одбори за финансијску стабилност створени су у циљу олакшавања сарадње централних банака, државних надзорних агенција и националних влада, у смислу финансијске стабилности. Као што смо видели, сарадња између надзорних тела у погледу финансијске стабилности побољшана је.

Међутим, тешко је утврдити да ли су ови оквири ефикасни и да ли сами могу постићи стабилност финансијског система еурозоне. Они могу имати важан допринос у смислу стабилности, али је корисније прогласити финансијску стабилност заједничким циљем власти како би се интензивирали њихови напори у том правцу. Штавише, у овом случају не говоримо само о стратегији сарадње, већ о оквирима координације. У следећем одељку показаћемо да је циљ финансијске стабилности компатибилан са осталим циљевима ЕЦБ-а (стабилност цена) и националних влада (раст и буџетска равнотежа), те да се овакав координацијски оквир може успоставити. Главна предност

таквог индекса, који се назива индекс стабилности или стреса, у зависности од његовог начина изградње, лежи у чињеници да представља динамичку анализу нивоа финансијске стабилности (Tiberiu, 2012).

Tiberiu (2012) тврди да без обзира на коришћену технику, постоји неколико корака које би требало следити у изградњи збирног индекса финансијске нестабилности. Након што су индикатори дефинисани, они се морају квантификовати. Треба утврдити ниво тачности и мерну скалу. Често се дешава да појединачни индикатори немају исту тачност или исте мерне јединице, ситуација која очигледно компликује агрегацију у синтетички индекс. Вредности индикатора се стога морају нормализовати (могу се користити различите методе нормализације). Чак и ако нормализација и методе агрегирања покрећу важне теоријске и практичне проблеме, главна потешкоћа се односи на пондерисање индикатора. Примера ради, може се изабрати да се исти значај припише свим варијаблама или примени другачији пондер на основу критеријума за доношење одлуке. Стандардни поступак се састоји у томе да се једнак пондер даје свим варијаблама које су укључене у збирни индекс. Употреба сложених индекса има бројне предности. Прво, он апроксимизује еволуцију финансијског потреса узрокованог различитим факторима и самим тим није ограничен на једну специфичну врсту нестабилности. Друго, укључивање додатних променљивих у индекс нестабилности или потреса не утиче на еволуцију индикатора. Треће, састав индикатора омогућава сузбијање реакција централне банке у односу на различите подкомпоненте стреса.

Финансијска криза потврдила је чињеницу да механизми сарадње у погледу финансијске стабилности, успостављени на нивоу ЕУ, нису били ефикасни. Интервенције власти у циљу очувања финансијских система негативно су утицале на фискалну стабилност и кредибилитет. Побољшао се оквир институционалне регулације, али за постизање стабилности финансијског

система неопходна је не само сарадња већ и координисана акција ЕЦБ и националних влада. Литература о комбинацији политика фокусирана је на проблеме координације у ЕМУ, али циљ финансијске стабилности није узет у обзир као решење за оснаживање ове координације. У том контексту и на основу уложеног напора на институционалној страни, Тiberiu (2012) подржава идеју према којој се финансијска криза може избећи ако финансијска стабилност постане *de facto* и *de jure* заједнички циљ ЕЦБ-а и националних влада и доказује да постоји изражена компатибилност између циља стабилности и осталих објављених и прописаних циљева власти, а то су економски раст, стабилност цена, поравнање каматних стопа и буџетска стабилност (краткорочни компромис појављује се у смислу стабилности цена).

У оваквој констелацији, у оквирима Европске уније, развила се веома комплексна буџетска процедура, која није у потпуности отклонила сукобе између држава-чланица и других актера буџетског система Европске уније, али је обезбедила његову оперативност. Буџетска процедура Европске уније има две динамичке компоненте. Прва динамичка компонента се може означити као годишњи буџетски процес. Ова компонента обезбеђује редовно финансирање активности Европске Уније и обухвата следеће процедуре: доношење буџета за наредну годину, извршавање буџета за текућу буџетску годину и контролу извршења буџета у претходне две године. Друга динамичка компонента обухвата развој буџетских процедура за доношење, извршавање и контролу буџета и развој система финансирања Европске уније и односи се, првенствено, на: измене у систему прихода, измене у систему приоритета у расходима, као и на контролу трошења буџетских средстава, у складу са развојем њених потреба.

12.2. Координација монетарне и фискалне политике у ЕУ

Проблеми, уочени у праву Европске уније у условима глобалне финансијске кризе, наметнули су потребу реформе институционалних оквира управљања у економској и монетарној унији. Почев од оснивања Европске монетарне уније постало је јасно да таква унија не може да опстане без заједничке економске политике. Настанком Европске монетарне уније, државе чланице су се одрекле свог монетарног суверенитета у корист Европске централне банке, што имплицира да се комунитарно право ЕУ у овој сфери примењује директно у државама чланицама и ужива примат у односу на национално законодавство. Пракса показује непоштовање такозване *bail-out* клаузуле, тј. забране међусобног финансирања држава чланица уније, предвиђене чланом 125. Уговора о функционисању ЕУ. Анализом монетарног суверенитета јавља се питање екстерних ефеката, који се огледају у настојању субјеката, у овом случају ЕМУ, да своју надлежност прошири ван територија држава чланица (што је нарочито приметно на примеру државе кандидата које морају да хармонизују своје финансијско-правне прописе са *acquis communautaire*), уколико је норма међународног јавног права одсутан фактор. Трансфером надлежности у области монетарне политике, државе чланице се суочавају са трошковима и користима њиховог чланства у ЕМУ. Ови трошкови се огледају у губитку самосталности централне банке (као врховне монетарне институције у вођењу монетарно-кредитне политике) и коришћења девизног курса, као инструмента за ублажавање економских шокова. Насупрот томе, користи заједничке монетарне политике огледају се у снижавању економских трошкова и бољој интеграцији тржишта.

Постоје два услова за успешно функционисање заједничке валуте, а то су економски и правни услов. Економски услов односи се на питање да ли су привреде држава чланица у довољној

мери конзистентне. Правни услов за приступање ЕМУ односи се на испуњавање критеријума конвергенције, предвиђене Мастрихтским уговором (одредбе о висини јавног дуга, стопе инфлације, кретања девизног курса, и дугорочних каматних стопа). У сваком случају, за успешно функционисање Евроzone неопходно је испуњавање оба услова. Иако Европска централна банка има сва овлашћења као супранационална монетарна институција, иза ње не стоји ауторитативна држава, те самим тим нема ни санкција за непоштовање њених одлука, односно одступања од предвиђених критеријума конвергенције. Уговором из Мастрихта упостављени су критеријуми конвергенције фискалних правила, по којима ниво јавног дуга не сме прећи износ од 60% домаћег БДП-а, изражено у тржишним ценама, а буџетски дефицит не сме бити већи од 3% домаћег БДП-а (више код Целетовић, Шубара, 2017).

Ради детаљног прецизирања наведених критеријума конвергенције и обезбеђивања услова да државе чланице наставе са одговорним вођењем фискалне политике и након уласка у ЕМУ, 2007. године донет је Пакт о стабилности и расту (The Stability and Growth Pact). Међутим, Пакт о стабилности и расту се показао као неефикасан инструмент у обезбеђивању фискалне дисциплине. Од самог настанка Европске монетарне уније, доследна примена фискалних правила садржаних у Пакту је изостала. Европска дужничка криза из 2010. године указивала је на потребу увођења нове реформе, инициране у марту 2011. године, у циљу корекције правила и увођења аутоматских процедура за изрицање казни, приликом кршења правила о границама јавног дуга и буџетског дефицита. Реформа је ојачала превентивну и контролну функцију Пакта. Прописано је да државе не смеју прећи границу од 3% за буџетски дефицит и 60% за јавни дуг или да се морају значајно приближити тој граници, при чему буџетски дефицит циљано конвергира ка одређеној средњорочној вредности за дату државу.

По питању санкција, оне се уводе постепено, почевши од „превентивних мера“, све до крајње процедуре у случају прекомерног дефицита и могу достићи 0,5% БДП-а. За већину санкција глас се процедуром обрнуте квалификоване већине, што подразумева да већина треба да буде против, како би се избегло увођење санкција. Упркос извршеним реформама Пакт није утицао на фискалну дисциплину држава чланица у дугом року, те је било неопходно успоставити нове институционалне реформе. Неадекватни резултати у примени Пакта о стабилности и расту произилазе из одсуства кредибилитета у примени санкција изреченим државама, што је изискивало адекватну институционалну реформу. Успостављен је нови инструмент надзора и координације економских и фискалних политика држава чланица под називом Европски семестар. Овом телу државе чланице ће достављати планове за национални буџет, пре усвајања од стране парламената и на тај начин омогућити Европској Комисији да реагује у случајевима претње кризом, за разлику од претходне праксе накнадног оцењивања и кориговања. Мере Европског семестра усмерене су на олакшавање централизације фискалне политике, кроз реформу Пакта о стабилности и расту.

Део пакета реформи је и Споразум о стабилизацији, координацији и управљању у економској и монетарној унији. Реч је о међувладином споразуму који је 2. марта 2012. године потписао 25 чланица ЕУ (изузев Велике Британије и Чешке). Примена Споразума неизоставна је за све чланице ЕМУ и остале чланице ЕУ и подразумева поштовање одредаба уговора. Централни део овог Споразума је Фискални споразум (Fiscal Compact), који од потписница захтева конвергенцију ка средњорочном циљу, дефинисаном Пактом, и нижи ниво дефицита од 0,5% (укључујући цикличне ефекте и краткорочне мере), односно 1% за државе чији је јавни дуг значајно испод 60%. У питању је такозвано „златно правило, које служи за обезбеђивање фискалне дисциплине држава чланица. У случају непоштовања прописаних правила,

корективни механизам се испољава у облику аутоматске акције, изузев у посебним околностима. Мониторинг поштовања правила вршиће независне институције, а дата правила се уносе у национално законодавство у виду одредаба перманентног и обавезујућег карактера.

Овим одредбама уводи се ново правило, такозвана „кочница за дугове“, у циљу стабилизације номиналног нивоа јавног дуга. Чланом 3. предвиђа се да су уговорне стране дужне да предузму неопходне мере које ће обезбедити конвергенцију ка одговарајућем средњорочном циљу. Чланом 5. Фискалног споразума, предвиђене су значајне надлежности Европске Комисије и Савета у поступку формирања буџета и економских програма уговорних страна које имају проблема са прекомерним дефицитом. Регулатива о појачаном надзору чланица зоне еура, које имају, или којима прете озбиљни финансијски проблеми, подразумева појачани надзор држава које примају помоћ ЕФСФ-а или ЕСМ-а. Поред тога, регулатива предвиђа предузимање мера од стране дате државе за уклањање нестабилности, редовну ревизију података о финансијском сектору и кварталне извештаје који се подносе Комисији Радне групе.

Неопходност обимније супервизије економских политика држава чланица еврозоне резултирала је оснивањем Европског одбора за системски ризик (European Systemic Risk Board) – ЕСРБ, 2011. године, у циљу идентификације и анализе системског ризика на нивоу ЕУ. Јачање постојећег фискалног оквира у европској монетарној унији реализовано је ступањем на снагу пакета законодавних мера у децембру 2011. године. Нове мере, познате под називом (Six Pack), обухватају пет нових Уредби и једну Директиву. Ступање на снагу ових аката, на основу свог обима, чини једну од најкомплекснијих промена које су остварене од момента успостављања Европске монетарне уније.

Европска Комисија је у фебруару 2012. године акцептирала Извештај о упозорењу, Механизам упозоравања (Alert

Mechanism Report), као саставни део пакета „Six Pack“. Овај извештај представља листу индикатора са референтним вредностима на основу којих Европска Комисија проверава развој макроекономске ситуације у земљи, на основу којих одређује природу неравнотеже, ризик од њеног појављивања и потребу за даљим испитивањем. Анализа ризика за одређену земљу одређује се на основу кретања датих индикатора током времена, при чему се у обзир узимају и данашња и будућа дешавања. Ради ефикасније примене фискалних правила шефови влада држава чланица усвојили су Пакт за евро плус, раније назван Пакт за конкурентност. Овај пакт предвиђа структурне реформе усмерене на повећање конкурентности, путем одрживих јавних финансија, подстицања запошљавања, ограничавања раста зарада, прилагођавања пензионог система демографској структури и ограничавања раног пензионисања. Комисија има посебне ingerенције, којима посредно утиче на измене буџетских и пореских закона кроз правни инструмент Пакет два (Packet two).

На темељима монетаризма, тачније неоквантитативне теорије новца, започиње ново раздобље за монетарну политику, а самим тим и за улогу трансмисионог механизма. Како се трансмисионим каналима значајно утиче на привреду и њене финалне, цену и output, може се рећи да трансмисиони механизам представља саму срж монетарне политике. Према Hartman at al., трансмисиони механизам делује преко новчаног тржишта које се састоји од четири базна елемента и то: централне банке (ЕЦБ), која доноси одлуке о монетарној политици и примени одговарајуће стратегије; операционог оквира за имплементацију монетарне политике и менаџмента ликвидности од стране Централне банке (инструменти попут операција на отвореном тржишту или трајно расположивих могућности); окружења приватних финансијских агената, укључујући различите финансијске инструменте којима се тргује (деривати, репо уговори), трговинске платформе и облик тржишне организације

(службене берзе или неслужбена (over the counter) тржишта и система плаћања и намирања.

Специфичност новчаног тржишта огледа се у томе што Централна банка делује као коначни пружатељ ликвидности и успоставља краткорочну референтну стопу, те на тај начин доминира понудом на тржишту. Европска централна банка делује на ликвидност путем доступних операционих инструмената, операцијама на отвореном тржишту, трајно расположивим могућностима и обавезном резервом, које користи за одређивање и усмеравање краткорочних стопа. Са друге стране, краткорочна стопа се одређује на темељу стратегије монетарне политике која се темељи на принципу два стуба. Реакција финансијског сектора на промене краткорочних каматних стопа, прилагођавањем дугорочних стопа, под чијим се утицајем формирају понуда и потражња на тржишту добара, представља другу фазу трансмисијског механизма. У овој фази делују канали монетарне трансмисије, те се друга фаза трансмисије категоризује као канал трансмисије. Трећа фаза интеракција понуде и потражње резултира променом инфлације која се након тога упоређује са циљаним нивоом инфлације. Трансмисионе канале монетарне политике чине Канал девизног курса, Кредитни канал и Канал каматне стопе. Детерминанте ефекта дохотка на које утиче промена монетарне политике огледају се кроз величину и композицију финансијског биланса, приноса на штедњу и кредитне уговоре и промене цена финансијске имовине, услед шокова монетарне политике. Током финансијске кризе дошло је до одређених различитости у трансмисионим механизмима. Основни разлог због којег долази до разлика у овим механизмима су карактеристике појединих земаља, те је управо због тога значај монетарних канала различит у појединим земљама. Отвореност економије, развијеност финансијског сектора, одређене структурне карактеристике, само су неке од варијабли које одређују утицај монетарне политике у појединим економијама.

Традиционални механизам, према бројним истраживањима, упућује на промене каматне стопе од стране Централне банке, које су изазвале снажне осцилације у девизном курсу, што је бацило додатну сумњу на коришћење девизног курса као канала монетарне трансмисије ЕЦБ. (https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en, приступљено и преузето, 12.10.2019).

13. Нужност чвршће интеграције монетарне и фискалне политике у функцији стабилности финансијског система ЕУ

Европска централна банка је, током кризе јавног дуга еврозоне, располагала неконвенционалним инструментима монетарне интервенције. И док је банкарска криза имала утицаја искључиво на тржиште новца, као краткорочног сегмента финансијског тржишта, угрожавајући при томе функционисање краткорочних каматних стопа, криза јавног дуга је утицала на дугорочни сегмент финансијског тржишта. Ово је резултирало да начин функционисања трансмисионих канала монетарне политике у сегменту дугорочних каматних стопа, расположивости банкарских кредита, као и тржишта финансијске активе, не функционише на адекватан начин. Након предвиђања оштрих услова на финансијском тржишту и тензија које спречавају механизам трансмисије монетарне политике и њено ефикасно вођење, ЕЦБ покреће Програм тржишта хартија од вредности (Securities Markets Programme). Активација овог програма уведена је са циљем спречавања пада вредности државних обвезница, изазваних кризом финансијског тржишта, чије би последице даље утицале на урушавање банковних биланса.

Важно је истаћи да примена неконвенционалних инструмената монетарне политике није била усмерена само на промену оријентације монетарне политике, већ њеног преноса и на привреду, са директним утицајем на репарацију оштећења механизма трансмисије. Наредна акција ЕЦБ-а спроведена је

6. септембра 2012. године, покретањем механизма директних монетарних трансакција (Qutright Monetary Transactions – ОМТ), који је подразумевао куповину државних обвезница презадужених држава. Ова одлука утицала је и на покретање процеса пред немачким Федералним уставним судом, о оцени њене подобности са оснивачким уговором Уније и немачким уставним правом.

Немачки Федерални уставни суд изнео је мишљење да таква акција Европске централне банке није усклађена са основним правом Европске уније, али је предмет, на претходно изјашњавање, упућен Европском суду правде (7. фебруара 2014. године), у складу са чланом 267. Уговора о функционисању Европске уније. Из овога је проистекло мишљење немачког уставног суда да је покретањем механизма куповине обвезница Европска централна банка изашла изван свог мандата (*ultra vires*), делегираног оснивачким уговором Уније, у складу са члановима 119. и 127. Уговора о функционисању Европске уније. Како истиче Огњен Радоњић, Европски суд правде је донео пресуду 16. јуна 2015. године (уз два издвојена мишљења). Пресудом се потврђује легалитет одлука Европске централне банке, јер према мишљењу Европског суда правде, механизам откупа обвезница није чин економске, већ монетарне политике, који доприноси нормалном функционисању монетарних трансмисионих механизма. Следи епилог да је солвентним, али неликвидним банкама, поготово у државама чланицама код којих је дошло до огромног одлива депозита становништва, ЕЦБ активирала механизам кредитора, као ликвидну помоћ у посебним околностима (Emergency Liquidity Assistance – ЕЛА). Процедура која је омогућила верификацију ове врсте помоћи подразумевала је одобрење само солвентним финансијским институцијама или групи таквих институција које имају привремене ликвидне проблеме. Овај механизам се примењивао у случају програма финансијске помоћи Грчкој, а његов нагли прекид у самом току преговора приликом закључења споразума довело је до слома пословања

грчких банака и увођења контроле флукуације капитала, што су поједини аутори видели као прекорачење независности ЕЦБ, а самим тим и њену политизацију (Huixin, et al. 2018).

У посткризниом периоду ЕЦБ је као неконвенционалне мере монетарне политике применила и појачану кредитну подршку (ЕСS); дугорочне операције рефинансирања са фиксном дистрибуцијом емисије (LTRO); програм тржишта хартија од вредности (SMP); директне тржишне операције (OMT) и механизам квантитативног олакшања (QE). Операције су вођене са циљем несметаног функционисања тржишта новца, јачања ликвидности банака, спречавања њихове несолвентности, обезбеђивања додатног кредитног потенцијала банака за кредитирање привреде и грађана, а у крајњој инстанци и стабилизацији секундарног тржишта јавног дуга. Све наведене процедуре одвијале су се у оквиру постојећих механизма монетарне политике и нису имале за циљ да угрозе основни циљ монетарне политике, већ на средњи рок очувају стабилност цена, а дугорочна инфлаторна очекивања учине стабилним. Све до почетка избијања финансијске кризе по питању успостављања системских ризика на подручју монетарне интеграције, нарочито оних које су биле повезане са преливањем макроекономских неравнотежа и стварањем шпекулативних мехурова на тржиштима финансијске и реалне активе, није било предмет институционалне регулације. Новоуспостављени механизам контроле макроекономских ризика одвијао се кроз Европски одбор за системски ризик, као сегмент европског система финансијске супервизије (ЕФСФ), формираног децембра 2010. године (Ampudia Miguel, et al. 2019).

Када говоримо о институционалној реконструкцији монетарне уније, нарочито можемо издвојити део који се односи на формирање банкарске уније. Како наводи Огњен Радоњић, банкарска унија обједињује функције: (1) супервизије банака, поверених Европској централној банци за системски важне банке, односно националним регулаторним органима за остале

банке. Ове функције поверене су Европској централној банци на основу креативног тумачења оснивачких уговора. (2) санацију и гашење банака, која је, на основу међудржавног уговора држава чланица Еврозоне и заинтересованих чланица Европске уније (ратификован у довољном броју држава до 30. новембра 2015. године), додељена Европској централној банци, Комисији, Јединственом санационом одбору и Јединственом санационом фонду; (3) осигурање депозита банака и других кредитних институција, на основу јединственог програма за осигурање депозита, којом се предвиђа механизам реосигурања депозита, као начина подизања поверења у банкарски систем Еврозоне (и других држава чланица банкарске уније). Осигурање је поверено Јединственом одбору за санацију и осигурање депозита (пошто је јединствени механизам осигурања депозита имплементиран у регулативи о санацији и гашењу банака) и Јединственом фонду за осигурање депозита.

Ако бисмо дефинисали рад ЕЦБ, могли бисмо рећи да она егзистира у посебном вакууму, при чему у свом саставу нема институцију централизоване фискалне политике приликом вођења макроекономске политике. Такође, ЕЦБ нема ни политичке, ни социјалне корене, нити интеракцију са комплетном европском владом или европским министарством финансија, као ни европским јавним мњењем. Произилази да недостатак европске владе са којом би требало да успостави овакав вид сарадње, не утиче само на легитимност ЕЦБ, већ и на њену ефикасност, а да евр у недостају политичке институције у случајевима када је новац ван националне контроле. Низ теоријских разматрања упућује да је праћење искључиво једног циља монетарне политике, попут ЕЦБ-а и поред његове важности, недовољан фактор за убрзање економског раста и повећање запослености, јер делује дефлаторно. Такозвано „буђење“ Европске централне банке, на које је финансијска криза имала директан утицај, повлачи за собом питање на који начин ће промена оријентације

монетарне политике подстаћи економски раст. Као једини инструмент ЕЦБ, политика јединствене централне каматне стопе утиче на неравномерну монетарну трансмисију и оријентацију монетарне политике у различитим државама чланицама, те самим тим не одговара условима економског стања у тим државама. Ово се можда најбоље може илустровати примером Немачке, где би се упоредо са ниском стопом раста користила и ниска каматна стопа, диктирана од стране ЕЦБ, за разлику од ирске привреде са текућим инфлаторним притиском, којој би свакако више било у интересу да има већу каматну стопу од оне коју ЕЦБ прописује. На тај начин се политика унифицираног броја преобраћа у политику уникатног броја који неће никоме одговарати. Пошто ЕЦБ одговара и за стабилност финансијског система, то значи да врши идентификацију и спречава прекомерну кредитну активност у појединим државама чланицама, као и идентификацију и контролу раста цена активе на финансијском и реалном тржишту (Altavila, et al. 2018; Ampudia, et al. 2018).

Октобра 2014. године на Евросамиту, а у напорима за очувањем стабилности монетарне интеграције и спречавања активације структуралних проблема, изнето је како је тесна координација економских политика од суштинске важности за нормално функционисање економске и монетарне уније, те наређена припрема програма развоја конкретних механизма и наредних корака за боље економско управљање еврозоне. Захтев је резултирао Програмом пет председника и објављен јуна 2015. године, при чему су прецизиране усаглашене смернице завршетка институционалних реформи, повезаних са економским огранком монетарне уније. Из наведених институционалних механизма координације економских политика проистичу и нове процедуре, од којих се посебно истичу идентификација и превенција макроекономских дисбаланса, стимулисање реалне конвергенције држава чланица и аутоматизма приликом саопштавања санкција за непоштовање буџетске дисциплине.

Међутим, наведене процедуре нису утицале на повећање транспарентности приликом одлучивања, нити су поједноставиле механизам одлучивања, јер је додавање великог броја нових пакета, пактова и процедура, као и незаобилазних захтева за извештавањем ставило у други план њихову рационалност и ефикасност. Чак и поред тога што ултимативно захтева инволвирање Европског парламента, овако компликована мрежа процедура је донела много већу улогу Комисији, попут Тројке, те на тај начин утицала на смањење демократског легитимитета интеграције. Гледано из другог угла, а како нас и Огњен Радоњић наводи, транспарентни метод координације би требало заправо да решава отворена питања економске политике на нивоу Европског савета, али на жалост, не располаже механизмом ефикасних санкција.

Коришћени метод је теоријског типа, без видљивог утицаја на националну политику, а камоли макроекономске агрегате. Све наведене примедбе огледало су неадекватности институционалне структуре економског управљања за трајније некризно функционисање економске и монетарне уније. Тржишна логика полази од примене консолидације и достигнутог степена монетарне интеграције, односно монетарне уније и има за циљ уклањање препрека које се очитују у финансијској кризи и кризи јавног дуга Еврозоне, зарад спречавања будућих криза. Ове препреке се према степенима монетарне интеграције у данашње време појављују у облику децентрализоване фискалне политике, координисаног приступа економској политици, децентрализованом регулисању финансијског тржишта и ограничења кретања рада интеграционих подручја.

Евиденциони подаци о томе да ли је криза настала као последица неумитног трошења новца од стране државе, осим Грчке и у нешто мањем обиму Португалије, практично не постоје. Међутим, ово становиште побијају докази који ипак упућују на морални хазард финансијског сектора, који је новац немилице

улагао у приватни сектор, а знатно мање у државни сектор кризних привреда. Произилази питање зашто би банке масовно улагале у привреде за које се до скоро сматрало да су веома ризичне и да ли се може веровати закључку банкара да су се након елиминације валутног ризика, Шпанија и Италија преко ноћи трансформисале у Немачку, Грчку, Аустрију, Португалију и Холандију? (Kremer, 2016). Одговор је одричан, а иза позорнице оваквих дешавања стоји морални хазард, у коме су се финансијски играчи, исувише велики да би допустили банкрот (too-big-to-fail), преобразили у исувише велике да би били спашени” (too-big-to-bail). Суверене владе развијених земаља веома често нису допуштале банкрот неке банке или финансијске институције, ако би тај банкрот угрозио функционисање финансијског система. У оваквим ситуацијама владе су у стању да спрече банкрот неког важног финансијског играча, а имају и моћ да зауставе серију банкрота, која би настала као последица одлуке да се допусти суноврат неке велике финансијске компаније у САД).

Суфицитарне економије, са својим великим банкама, нарочито су биле заинтересоване за улагање у Португалију, Италију, Ирску, Грчку и шпанију (земље ГИИПС-а), при чему су номиналне каматне стопе на државни и приватни дуг биле изнад оминалних каматних стопа. Уколико се осврнемо на потраживања банака према ГИИПС у четвртном кварталу 2008. године, приметимо да је учешће дуга јавног сектора у укупном дугу ГИИПС-а према банкама мањинско. Оно је највеће у Грчкој и износи 38,7%, следе Италија са 37,6%, Португалија 23,8%, Шпанија 12,3% и на крају Ирска са занемарљивих 2,2%. Европске банке масовно су улагале у америчке токсичне ХОВ, а пре свега у дуговне хартије од вредности, обезбеђене корпоративним кредитима, дугом на кредитним картицама, лизингом итд. Немачке и све европске банке, у великој мери су оснивале и спонзорисале организације за специјалне намене, док су поједине институције у већини случајева функционисале у нерегулисаним зонама, у

сврху трговања егзотичним финансијским инструментима. На тај начин банке су биле у ситуацији да исплате гарантоване дугове, а неретко су преузимале активу СПВ-а, чиме су њихове, до тада ванбилансне позиције, постале билансне.

Према Стиглицу, све државе претендују облику државног деловања и интервенишу на тржишту зарад подстицања макростабилности. У савременом добу не преовлађује питање да ли држава треба да интервенише, већ на који начин и где, с обзиром на тржишне несавршености. У случајевима интеграције свих држава, или на пример чак њих 19 у једновалутну заједницу, свака држава ће се одрећи контроле коју има над својом каматном стопом.

Како државе користе исту валуту курс практично и не постоји, те нема начина да подешавањем валуте своју робу учине јефтинијом и атрактивнијом. Прилагођавањем каматне стопе и курса остварује се најпогоднији начин државног прилагођавања и одржања пуне запослености, а стварање евра је управо укинуло два најважнија инструмента који ће утицати на реализацију поменутих активности. Такође, коришћење заједничке валуте је укинуло могућност да се девизни курс користи за прилагођавање увоза и извоза, што је представљало евидентан сигнал да нешто не функционише како треба, јер је диспаритет између увоза и извоза био неуморан. Уколико постоји вишак, тада курс пада, што се огледа у скупљем увозу, док извоз постаје атрактивнији. Ово бисмо могли илустровати на примеру Грчке, која, уколико би увозила више него што извози, имала ослабљену вредност валуте, чиме би њен извоз постао атрактивнији, за разлику од увоза, што је уз фиксни девизни курс немогуће. Свакако је да вишак увоза мора да се финансира, али уколико земља са трговинским дефицитом није у могућности да позајми новац да га финансира, настају проблеми. Исто тако, уколико држава изгуби контролу над курсном и каматном стопом, и уколико се не уложе додатни напори, постоји вероватноћа да ће

држава платити огроман цех, чија висина углавном зависи од сличности међу земљама. Наиме, уколико су државе које деле једну валуту доста сличне једна другој, проистиче да ће претрпети и исте налете удара који се могу манифестовати у порасту или смањењу потражње њихове робе из Кине. Такође, одговори примерени за једну земљу, одговарају и свим осталим земљама, а у таквим ситуацијама трошкови формирања валутне уније могу бити занемарљиво мали. Подсетимо се да је Роберт Мендел добио Нобелову награду јер је поставио и дао одговор на питање који су то услови под којим група земаља може да дели исту валуту. Анализом је утврђено да су државе евра исувише различите, да би олако могле делити исту валуту.

Због уочених разлика највише су бринули оснивачи еврозоне. Тако је Мастрихтски уговор о стварању евра 1992. године прописао да сви они који улазе у еврозону морају да испуне тзв. критеријуме конвергенције, који су за циљ имали приближавање различитих земаља. У жељи да уђу у монетарну унију, државе су морале да ограниче своје дефиците и дугове, при чему је захтевано да дефицит буде мањи од 3% БДП-а, а дугови мањи од 60% БДП-а. Нешто касније све државе ЕУ потврдиле су посвећеност овим ограничењима дугова и дефицита у оквиру Пакта о стабилности и расту. Земље еврозоне биле су поприлично забринуте услед превелике различитости јер су претпостављале да ће тај заједнички именитељ исувише оптеретити евро. Практично, један део уније би зарад толике различитости могао да остане у дубокој рецесији, док би за то време у другом делу уније владала инфлација. Један део би могао имати огроман трговински суфицит, док би у другом владао трговински дефицит, при чему би свака каматна стопа, одговарајућа једном делу, стварала додатне проблеме другом делу.

Како Стиглиц истиче, постојало је уверење да ће без превеликих буџетских дефицита и дугова наведене разлике преко ноћи нестати и да ће у еврозони коначно завладати раст и стабилност.

Докази су сасвим евидентни, јер чак и оне државе које немају дефицит, а поседују веома мали јавни дуг (Шпанија, Ирска), ипак не одолевају кризи. Већина земаља без великих државних дефицита и дугова имају велике трговинске дефиците, од којих се мало која добро прилагодила удару глобалне финансијске кризе. Наредни период није обележио нити раст, нити стабилност, већ је довео до још више раздвајања међу земљама. С обзиром на огромне разлике, било је немогуће постићи пуну запосленост и трговински еквилибријум, услед недостатка других институционалних аранжмана, попут оних у САД. Постоје три основна механизма који служе привреди којој прети економски пад да обнови пуну запосленост: ниже каматне стопе, како би подстакла потрошњу и улагања; нижи курс, да стимулише извоз; или да користи фискалну политику, како би повећала потрошњу или смањила порезе.

Увођење заједничке валуте је елиминисало прва два механизма, након чега су критеријуми конвергенције фактички елиминисали примену фискалне политике. Додатни отежавајући фактор био је тај што су приморавали државе да смањују потрошњу и подижу порезе у процесу рецесије, управо када је требало да повећавају потрошњу и снижавају порезе. Економско успоравање у периоду 2008–2009. обележио је нагли пад пореских прихода и пораст потрошње за незапосленост и социјалну помоћ, као и незаустављив пораст дефицита. Да подсетимо, улога критеријума конвергенције је да држава ограничи дефицит и држи га на тропроцентном БДП, а скоро све државе еврозоне су ту границу премашиле уласком у рецесију. Период 2009–2014. карактерише да су све државе, осим Луксембурга, прешле границу дефицита од 3% бар једанпут. Тако је од држава које су прешле дозвољену границу захтевано да повећају порезе или смање потрошњу, што је укупну потражњу доста ослабило, а ова политика штедње је у глобалу додатно ослабила европске привреде. Све наведено практично је опис стандардне Кејнсове теорије

економских криза. Према Стиглицовим анализама, делује да су се иза оснивања еврозоне налазиле алтернативне претпоставке о томе како је могуће да економија са високом стопом незапослености може обновити просперитет без повећавања државне потрошње и флексибилности коју јој пружају сопствени курс и каматна стопа. Одговор лежи у следећим премисама: (а) смањивањем државног дефицита обновити поверење, које ће повећати инвестиције; и (б) тиме што ће се тржиште само прилагодити, обнављајући пуну запосленост.

Докази о коренима теорије поверења, који потичу још од Херберта Хувера и његовог министра финансија Ендруа Мелона (Andrew Mellon), још увек изазивају полемике у свету финансијских стручњака. Реални свет је више пута тестирао теорију поверења која се на крају показала нетачном, те је у складу са њом Пол Кругман одреаговао називајући је „вила поверења“. Сви покушаји Хувера да смањи дефицит након берзанског слома 1929. године, уместо повратка поверења проузроковали су још гори сценарио, те је берзански слом прерастао у Велику депресију. Присилјавање држава да под ингеренцијом ММФ-а смање дефиците у источној Азији, Латинској Америци и Африци је негативне трендове преобратило у рецесију, која је затим прерасла у депресију. Овакву теорију приликом прорачуна за предвиђање БДП-а није имао у виду ниједан озбиљан макроекономски модел, чак ни они модели које примењују најнеолибералније централне банке. Постајало је, пак, неколико економиста који су предложили контрадикторан појам експанзивних контракција. Сагледавањем поменутих примера долазимо до закључка да су се услед различитости догодили и различити сценарији, јер док су поједине државе смањивале државну потрошњу, њихови суседи су доживљавали процват, те је пораст извоза у суседне земље био више него довољан фактор да надокнади празнину која је преостала након смањења потрошње.

Послушајмо још једном Стиглицове речи који каже да опседнутост дуговима и дефицитом у контексту фетишизма, не значи да државе могу да праве дефиците по мери нити да буду нелимитиране по питању задуживања. Ово упућује на то да су једноставна правила, попут правила која су имплементирана у критеријуме конвергенције), заиста креирана у најбољој намери, те као таква не представљају базу за квалитетну политику. На ово се надовезује и потреба наметања појединих ограничења, али тако пажљиво постављених да узимају у обзир стање пословног циклуса као и сврху трошења средстава. Ствараоци евра, уместо фокуса на дефицит, требало је да свој фокус усмере на структурни дефицит, што подразумева висину дефицита у условима пуне запослености. Релна слика садашњег стања очигледно да критеријуми конвергенције не само што спречавају државу да одговори на кризу, већ креирају уграђене механизме за њено додатно продубљивање.

Примера ради, пад БДП-а утицао је на смањење тржишта која извозе производе одређене државе, а самим тим снижавали су се и порески приходи. Из овога произилази да ће према критеријумима конвергенције држава доћи у ситуацију да смањи трошкове или подигне пореске стопе, а оба фактора ће подједнако утицати на слабљење привреде. Овакве одредбе економисти су прозвали уграђеним дестабилизаторима, јер добро осмишљени економски системи немају префикс „де“ када је реч о стабилизацији привреде.

У претходном сегменту објашњено је како би се најслабије економије, чак и у случајевима да ЕЦБ диктира каматне стопе које су у интересу читаве еврозоне, суочиле са неприхватљивим нивоом незапослености. Међутим, ЕЦБ се управо фокусира на инфлацију, а не незапосленост. Стопа незапослености може бити изузетно висока, а еврозона би у том случају морала да спусти каматне стопе како би незапосленост вратила на разуман ниво, што се никако не може догодити под вођством

ЕЦБ. Упркос европској кризи, ова банка је два пута у току 2011. године подигла каматне стопе. Зона заједничке валуте наметнула је и други проблем, који се односи на спољнотрговинске дебалансе. Реч је о процесу у којем увоз перманентно премашује извоз, што државу приморава да се задужује како би надокнадила разлику. Ова врста задуживања води агонији јер излаже државу ризику од кризе. У случајевима када је курс могуће прилагодити, девалвација доводи до тога да робу из те земље учини јефтинијом, а увоз из иностранства скупљим, те тако смањује увоз и повећава извоз. Ово је тзв. тржишни механизам за кориговање спољашњег дебаланса, а у валутној зони је тај механизам ван функције. Да подсетимо, у ситуацији када две земље донесу одлуку да деле исту валуту, једна од земаља не може своје производе да учини конкурентним у односу на другу прилагођавањем курса. Међутим, уколико цене у једној земљи падну у односу на другу земљу, долази до промене реалног курса, те њени производи постају конкурентнији и то како у односу на робу из других земаља у еврозони, тако и у односу на друге земље света. У питању је алтернативни механизам прилагођавања, назван интерна девалвација, у кога верује велики број економиста. Поборници евра су замишљали овај механизам као средство које ће уклонити све спољнотрговинске балансе, уколико га пре тога држава не укине. Међу европским земљама је наступила велика интерна девалвација, при чему су цене у просеку расле мање него што је то било присутно у већини земаља еврозоне. Међутим, интерна девалвација, по Стиглицу, није успела, бар не толико брзо да би обновила пуну запосленост. У Финској, на пример, инфлација није била довољна да би вратила на преткризни ниво извоз робе и услуга. Исто тако, политика Тројке у појединим кризним државама није се негативно рефлектовала само на потражњу, већ и на понуду. Ни у другим земљама очекивања по питању извоза нису донела жељене ефекте. Постојала је хипотеза која се тицала извоза а која гласи да је извоз растао већом брзином, дошло би до стимулације привреде и обнове

пуне запослености. Међутим, постоји још један, не тако популаран, начин за смањење трговинског дефицита, увоз пада када падају зараде. Дакле, равнотежа платног биланса се може постићи угушењем економије. Управо овај моменат, а не интерна девалвација, заслужан је за позитиван трговински биланс у еврозони. Тако је чак и Грчка 2015. године била близу остварења позитивног трговинског биланса, при чему је највећи део смањења трговинског дефицита био резултат смањења увоза. Може се издвојити неколико разлога због којих интерна девалвација може бити неуспешна и сваки од њих је одиграо улогу у кризи евра: зараде можда неће пасти; смањење зарада можда неће изазвати пад цена извозних добара; ни пад цена можда неће довести до пораста извоза, или бар не до довољног пораста. Као што смо истакли, интерне девалвације су начин на који је могуће кориговати спољнотрговински дебаланс и ојачати слабу макроекономију, из чега произилази да се повећањем извоза утиче на раст привреде.

Тројка се често сусретала са разочарењима као што је мањи раст извоза од очекиваног или екстремно већи БДП од очекиваног, а функционисање Тројке крило је много недостатака и грешака. Прва грешка огледа се у непридавању важности сектору неразмењивих добара, који обухвата широк дијапазон услужних делатности и претежно је заслужан за око 2/3 БДП-а. Контракције на релацији потражње и производње, су у неразмјеном сектору надмашиле спору реакцију извозног сектора, чему се може приписати огроман суноврат БДП-а. У ситуацији када се државе и домаћинства у оквиру њих, фирме или друге институције задуже у еврима или страном валути, интерна девалвација повећава левериџ, односно коефицијент односа њиховог дуга према номиналном приходу. Поред тога, интерна девалвација утиче на повећање економске нестабилности и све више домаћинстава и фирми приближава граници банкрота. Зато су редукације увоза биле један од разлога поправљеног трговинског

биланса, при чему је смањење производње у земљама један од разлога за енормни пад БДП-а. Манифестације овакве нестабилности су посебно биле евидентне у источноазијској кризи. Са падом курса, већина предузећа и домаћинстава нису више била у ситуацији да отплате своја дуговања у иностраној валути, што је условило нагли скок обустава плаћања и банкротстава.

Курс једне земље у еврозони у односу на друге земље није могао да се мења током европске кризе, али интерна девалвација је имала апсолутно исте ефекте. Једну од ових последица осетио је и банкарски систем, а неспособност реалне процене те последице је други разлог зашто је Тројка потценила обим негативних ефеката интерне девалвације. Тројка је требало да предвиди да ће се наведени ефекти много горе одразити на Европу него на источну Азију. Банкарске и финансијске кризе повезане су са економским кризама, с обзиром на то да агрегатна тражња и производња падају док незапосленост нагло расте. У случају финансијске или дужничке кризе банке више не могу да одобравају кредите, а предузећа и домаћинства чија потрошња зависи од задуживања морају да смање трошкове. На примеру евра увиђамо да није постојала опција пада девизног курса (за Грчку и Шпанију) да се трговински дебаланс коригује. Ово је додатно продубило економску кризу. Да би се повратио еквилибријумски привид, у кризним земљама су морале пасти жртве, како би се уз довољно дубоку рецесију или депресију увоз изједначио са извозом. Зашто повериоци нису приметили да се држава превише задужује и како су могли да дозволе да дође до те ситуације? На ова питања можемо дати два одговора. Према Стиглицу, први је да финансијска тржишта често не могу да увиде оно што се догађа ни око њих самих, а најбољи пример за то је управо америчка финансијска криза из 2008. године. Ако не могу да виде шта се догађа око њих самих, како тек онда могу да схвате шта се догађа негде другде? У сваком случају, банкарски никада неће кривити себе за неуспех, увек ће окривити дужника. У

случају неодговорног дужника, сигурно постоји и неодговорни поверилац који није спровео неопходне провере. Претпоставка је да су повериоци стручњаци за процену ризика, али у већини случајева они користе инхерентне политичке проблеме и тако лако могу навести државе на прекомерно задуживање. Примера ради, данашња влада има корист од повећања потрошње услед раста просперитета, а некој влади у будућности се оставља да исплаћује тај кредит. Интеракција оваквих финансијских тржишта са структурама које подстичу несмотрено кредитирање и влада држава је „руски рулет“, а у тој игри, уз фиксне и девизне курсеве, жртве и последице су неизбежне.

Други разлог прекомерног задуживања државе је чињеница да се повериоци редовно спашавају од стране ММФ-а, ЕЦБ и државе. С обзиром на то да се губици на овај начин национализују, евидентни су погрешни подстицаји за упуштање у прекомерно кредитирање из иностранства. Ситуација у еврозони је само једна у мору сличних спасавања, а често су називана према називима земаља, нпр. корејско, аргентинско, тајландско спасавање. Иронија је што се у сваком од наведених случајева спасавања спасавају заправо само банке са Запада, што су поједини европски посматрачи препознали. Из тог разлога захтевали су учешће приватног сектора (Private Sector Involvement), чији повериоци такође морају да сносе губитке. Међутим, ови захтеви често стижу прекасно, јер краткорочно пласиран капитал брзо нестане. На тај начин сав терет сносе они који су дали дугорочне кредите. Често се захтеви за учешћем приватног сектора испостављају погрешним актерима. Према речима Стигилица, током 2012–2013. године Европа је захтевала да обичне штедише на Кипру пристану на „скраћивање“, односно да отпишу вредност својих штедних улога. Власти у еврозони мислиле су да ће присиљавањем штедиша да преузму већи губитак смањити коначну количину новца коју ће саме штедише морати да исплате. До тада се мислило да ће штедише, након што банке

уђу у реструктурирање, бити заштићене. Могућност да штедише преузму губитак пољуљала је поверење у банке у свим слабијим земљама еврозоне и допринела повлачењу новца из тих банака, што је само увећало слабости у европским оквирима.

Европа је одлучила да се отараси трговинског дефицита тако што ће економију гурнути у депресију, а када је у депресији, држава више не купује робу из иностранства и увоз се смањује. Међутим, чак и трговински суфицит представља проблем. Немачка је имала огромне трговинске суфиците, изражаване у процентима БДП-а увек веће од кинеских или америчких. Кинески суфицити су дуго били критиковани од стране САД, указујући на то да су они главни узрочник за глобалну нестабилност. Због чега овакав став? Зато што у читавом свету збир свих суфицита мора бити једнак збиру свих дефицита. Уколико нека земља има суфицит, а извози више него што увози, друге земље морају да имају дефицит, то јест да увозе више него што извозе. Уколико је кинески суфицит глобални проблем, исто важи и за немачки суфицит. Исто тако, ако је курс темпиран на начин да еврозона у целини има уравнотежен трговински биланс, какав је приближно имала у годинама пре кризе, док Немачка има суфицит, остатак еврозоне мора имати дефицит.

Суфицити, подсећа нас Стиглиц, су још већи проблем од дефицита, што је на крају крајева тврдио и Кејнс, јер доприносе паду глобалне тражње. Ако земље производе више него што купују тако не троше сав свој приход. Подразумева се да земље са дефицитом имају жељу за куповином, али свесне тога да нема никога да им позајми новац оне одустају. У случајевима великих неравнотежа, земље са суфицитом своје нетрошење не могу надокнадити превеликом потрошњом земаља са дефицитом, што као резултат има слабљење укупне светске потражње. Пошто је практично рециклирала сопствене суфиците кредитирањем периферних земаља попут Шпаније и Ирске, Немачка је допринела стварању европске кризе и стварању све већег јаза унутар

Европе. Тако су периферне земље постале дужници, а Немачка се издвојила као велики поверилац. Трговински дебаланс, међутим, може бити проблем без обзира да ли потиче из јавног сектора као што је случај у Грчкој или из приватног, као у Шпанији и Ирској.

Критеријуми конвергенције фокусирани су искључиво на проблем јавног сектора. Историјски гледано, задуживање приватног сектора било је једнако важно, ако не и важније. Земље са великим суфицитом веома су поносне на чињеницу да не купују из иностранства, јер више него довољно зарађују од продаје робе и услуга. Иста је ситуација и када је реч о штедњи. Немачка истиче да све земље треба да раде оно што она ради, али она то ради на веома необичан начин. Тешко да се нешто може назвати врлином ако се остварује тако што се други наводе на лоша дела и ако нечији поступци неизбежно воде до проблема у некој другој земљи. Почев од Кејнса, савремена економија је објаснила да у свету незапослености постоји парадокс штедљивости, при чему веће уштеде воде фиксним улагањима, а ово неминовно до снижења зарада.

У данашње време недостатак агрегатне тражње доводи до спорог раста и вртоглаве бројке од приближно двеста милиона незапослених у свету. Овакав недостатак агрегатне тражње изазива тзв. секуларну стагнацију, односно дугорочну стагнацију, за разлику од цикличног привременог спорог раста. Након избијања Велике рецесије недостатак радних места енормно је ескалирао, што указује на то да данас има око шездесет милиона радних места мање него што би их било да није дошло до кризе.

Земље у кризи, па чак и Француска и Италија, успеле су у тежњама да смање дефиците свог текућег рачуна. Док је Немачка чак и повећала свој суфицит, еврозона је 2015. године имала велики укупни суфицит процењен на 452.000.000.000 долара. Без обзира што су знали да увођење заједничке валуте за скуп земаља неће бити нимало лак задатак, креатори евра нису били

свесни сопствене погрешне анализе у процени финансијске кризе. Формулисани критеријуми конвергенције ограничили су јавне дефиците и дугове и додатно отежали постизање пуне запослености у читавој Европи. И за крај, а како Стиглиц истиче, још једна отежавајућа околност односила се на ограничавање трговинских дефицита за чије је стварање добрим делом био одговоран и сам евро.

На крају

Економска криза, која се у Европску унију прелила из Сједињених Америчких Држава 2008. године, потврдила је оно што је било очигледно након неуспелих референдума и неусвајања Уговора о уставу за Европу, да је Унија ушла у једну нову фазу интеграције, фазу кризе. Заједничко деловање сила унутрашње дезинтеграције и сложених спољно-политичких и безбедносних изазова, постепено нагриза веру у способност Европске уније да оствари циљеве и отелотвори вредности исказане у њеном оснивачком акту. На видело су изашла изневерена очекивања грађана у вези са развојем пројекта европске интеграције, у постмастрихтском периоду, у готово свим сферама њеног деловања. ЕУ је можда успела да преброди најакутнију фазу економске кризе у којој је и сâм опстанак монетарне интеграције довођен у питање, али јавност увиђа да су укупне последице велике кризе још увек неизвесне. Дубина кризе ЕУ и тешкоће у њеном решавању, потичу из чињенице да се Унија истовремено сусреће са три фундаментална проблема: кризом због неравнотеже у зони евра; политичким јазом између ЕУ и јавног мњења и дисфункционалношћу њеног процеса доношења одлука.

За комплетно разумевање економске кризе унутар Уније важно је осврнути се на податке економских стручњака из 90-их година прошлог века. Тврдњу економиста да Европска унија није оптимална валутна зона политичари су занемарили, сматрајући да ће је побити усвајањем низа политичких одлука којима ће надоместити недостатке, што је и најбоља илустрација спровођења такозване „стратегije свршеног чина“. Финансијска и економска криза, која неравномерним интензитетом потреса

Европску унију, као једну од својих последица показала је недостатке међувладиног метода одлучивања у економској и монетарној унији. Европска унија има искључиво надлежност у монетарној политици за државе чија је заједничка валута евро. Монетарном унијом једна група земаља управља на другачији начин од групе држава које нису прихватиле евро као заједничку валуту. С друге стране, Економска унија подлеже сасвим другачијем режиму одлучивања. Економске политике држава чланица могу се подвести под категорију заједничке надлежности држава и Европске уније, међутим оне нису област класичне подељене надлежности. Државе чланице су обавезне само да координирају сарадњу између себе и са институцијама Уније. На тај начин у потпуности ствара се децентрализован систем одлучивања и минимално учешће Уније и њених органа у формулисању и спровођењу ових политика. Европски савет и Савет министара су доминирајуће институције унутар којих се усклађују економске политике држава чланица.

На почетним основама логике и створеног институционалног система процес интеграције се развијао веома интензивно, тако да је велики број надлежности пренет на наднационални ниво. Политике које су се пребацивале на наднационални ниво подразумевале су стварање Европског монетарног система, регионалне политике, социјалне политике и стварале су један испреплетен, међузавистан, све више интегрисан систем, у коме није више било могуће јасно одвајати националне од наднационалних политика. Европска унија се потпуно трансформисала у мери да су се сви актери европских интеграција (државе, институције ЕУ, однос држава према Унији, место грађана, интересних организација, предузећа), нашли у једном потпуно другачијем окружењу од оног са почетка процеса интеграције. Управо из разлога одмаклог процеса европских интеграција, великог броја пренесених надлежности на наднационални ниво и већ створеног испреплетеног, сложеног, интегрисаног система у оквиру ЕУ,

питање демократског дефицита постаје актуелно. Већа интеграција, а самим тим и политизација система, захтевала је дубљу, демократску легитимност одлука које је ЕУ доносила. Расправа у вези са демократским дефицитом покушала је да одговори на питања система који се убрзано мењао и постајао све интегрисанији под утицајем европских интеграција.

Када је у једном тренутку постало јасно да се неким чланицама еврозоне мора новчано помоћи (криза је нарочито погодила Ирску, Португал, Италију и Грчку), јер не могу враћати своје дугове настале задуживањем у времену кризе, отворило се питање постојања ЕУ као политичке заједнице. Економска криза је толико пореметила основне односе актера и институција да је трајно променила институционални облик ЕУ и показала немогућност вођења демократске политике у ЕУ.

Државе које не могу враћати дугове, према Уговору и према Пакту стабилности и расту који дефинише услове за улазак у еврозону, требало би да изађу из еврозоне, чиме би она остала више компактна, а њене чланице лишене обавезе да издвајају новац за помоћ задуженим државама. Овакав корак би био, међутим, корак уназад у процесу европске интеграције и показао би да ЕУ није политичка заједница која решава проблеме својих саставних делова. Одлука која је донета да се задуженим државама помогне је политичка одлука и показује да је ЕУ прешла праг чисто интересне заједнице окупљене око заједничких парето политика.

Међутим, таква одлука је актере држава поставила у ситуацију која ће потпуно променити њихов међусобни однос и тиме прекршити један од основних, прећутних принципа интеграције о једнакости држава приликом доношења важних одлука за изглед целокупне Уније. Имајући у виду да је за помоћ задуженим државама требало издвојити велики новац, државе су се поделиле на оне које имају новац и које пружају помоћ, и оне које се питају о условима давања помоћи, и државе које помоћ

примају, чиме су стављене у положај да фактички не одлучују о начину враћања помоћи. Државе које имају новац у времену кризе доносиће најважније одлуке и на тај начин утицати на међусобне односе и на будући изглед ЕУ. Велика разлика ће се направити чак и међу државама које новац имају и које га позајмљују, те се по економској снази и величини међу њима, а самим тим и по улози у решавању кризе, издвојила Немачка. Друга последица кризе је потреба да се у таквим временима делује брзо и ефикасно, што доводи до централизације система и потпуног занемаривања дотадашњег сложеног и спорог система који је одликовао ЕУ. Под притиском кризе на значају добијају институције као што су Европски савет, Еврогрупа, ЕЦБ, Екофин (Савет министара за економска и финансијска питања), тј. институције које доносе економске и финансијске одлуке са политичким капацитетом да их спроведу. Од 2010. године скоро сва заседања Европског савета и Еврогрупе била су посвећена финансијској кризи, а ЕЦБ и Еврогрупа постају доминантни актери у овом процесу.

Промена односа у значају држава у Европском савету и потреба за брзим и кредибилним одлукама довели су до формирања процеса доношења одлука које се доносе у центру система, према економској снази држава, а не према принципу консензуса свих држава код доношења важних одлука. У случајевима када су донете одлуке довођене у питање, као у случају Грчке са предлогом о референдуму за прописане мере штедње, или у Италији под премијером Берлусконијем, центар који одлучује, тј. „језгро ЕУ“, доносило је одлуке о промени непослушних режима и на њихова места постављало проверени кадар, са задатком да донете одлуке спроведе у дело.

Чак и када су владе биране са јаким мандатом да промене наметнуте услове враћања кредита, дакле, са јаком политичком и демократском легитимацијом, као у Грчкој 2015. године, донете одлуке „центра“ не би се мењале, макар то доводило до јаких

политичких потреса, социјалних немира и лоших прогноза у погледу економске ситуације за дуги низ година. У заоштреном сукобу у времену кризе између јаког центра и периферних покушаја вођења „демократских“ политика заснованих на жељама већине грађана појединих држава чланица, победу је однео „центар“, показујући реалну политичку снагу и доминантан принцип доношења одлука.

На основу плана Европске комисије за креирање Банкарске уније, ЕУ институције су се споразумеле око концепта успостављања јединственог контролног механизма, као и јединственог система решавања проблема за банке. Јединствени надзорни механизам (ССМ) поставља Европску централну банку за централног надзорника финансијских институција у области еврозоне коју чини око 6.000 банака, као и оне у оквиру земаља које нису део ЕУ, а које су изабрале придруживање ССМ-у. Европска централна банка директно контролише највеће банке, а национални супервизори настављају са контролом преосталих банака. Примарни задатак Европске централне банке јесте да се увери да банке поштују банкарска правила ЕУ, у циљу решавања проблема на самом почетку.

У најдраматичнијим тренуцима дужничке кризе, када је опало поверење у остале институције ЕУ, нарочито наднационалне, да могу да се носе са изазовима кризе, многе очи биле су упрте у ЕЦБ. Њени потези и спремност да упркос почетном оклевању пригрли нестандартне мере монетарног регулисања и преузме на себе де факто улогу кредитора у последњој инстанци, били су одлучујући у убеђивању финансијских тржишта у солвентност држава чланица најтеже погођених кризом. И поред тога што је током кризе евра ЕЦБ била на сталној мети критичара да је прекорачила овлашћења која јој је поверио оснивачки акт, најгласнији у критици били су политички и економски кругови у Немачкој, при чему је њен утицај и ауторитет растао, а успостављањем Европске банкарске уније поверена су јој додатна

овлашћења. Стварајући у потпуности независну ЕЦБ, односно најнезависнију централну банку на свету, чланице еврозоне су својевољно пале у заробљеништво валуте коју више не могу да контролишу.

ЕЦБ је, међутим, имала јасан интерес да евро опстане, јер се у крајњем ради и о њеном самоопстанку. Определујући се за сценарио по коме упркос свим мањкавостима евро мора да буде сачуван на начин да цену његовог опстанка ни у ком случају не поднесу немачки порески обвезници, попут установљавања некакве европске „трансферне уније“, немачко политичко вођство морало је да се помири макар са ЕЦБ, која ће из кризе изаћи моћнија и све мање слична узору по којем је креирана, односно немачкој Бундесбанци. Иако наизглед делује да чланице, или макар неке од њих, процес преношења надлежности на националне органе држе чврсто у својим рукама, оне у међувремену постају све више међузависне, чинећи тако опстанак и наставак европске интеграције циљем од кога се не одустаје.

Европска централна банка, вођена политиком „лаког новца“, довела је до стварања, промовисања и продубљивања кризе. Земље са већим дефицитом буџета спремне су на ригидну штетњу, а задужене земље у оквиру евро зоне плаћају високе каматне стопе на државне дугове. Испоставља се да је Европска Унија заправо недовршени пројекат.

Криза дуга европодручја, изазвана међузависношћу банкарске и државне финансијске стабилности, а свакако и непостојања фискалне уније унутар еврозоне, своје исходиште је пронашла у финансијској фрагментацији унутар финансијских тржишта еврозоне.

Веома конзервативна институција – Буџет ЕУ, се мукотрпно и са екстремним временским одлагањима адаптира променама, а посебно у вези са новим геофинансијским односима у свету. Егзистенција буџетских средстава, којима се користе политичари и бирократије, отвара врата преварама, корупцији и другим

злоупотребама. Проширење ЕУ 2004/2007 одмах је поставило питање утврђивања способности државе за мониторингом злоупотреба ЕУ фондова. Из тог разлога, ЕУ посебну пажњу треба да посвети контроли потрошње, јер свака злоупотреба доводи у питање сврху постојања Европске уније и надаље урушава поверење у институције ЕУ и њено функционално достојанство. Конфликти и стратешка оријентација у макроекономској политици ЕУ, узрок су садашње и свих будућих криза које су неминовност, јер су конципирани контрадикторно у овом систему.

Криза која је захватила Европску унију крајем 2009. године у себи садржи елементе дужничке, банкарске и платно-билансне кризе. Мултипликација кризе представља претњу не само за раст и конкурентност, већ и за опстанак заједничке валуте. Европски званичници су препознали да је зарад превазилажења кризе неопходно постизање споразума и одржање заједништва, што је даље водило ка спашавању земаља захваћених кризом. Криза у Грчкој је првенствено последица финансирања платно-билансног и буџетског дефицита задуживањем у иностранству. У дугогодишњем периоду пре кризе Грчка је акумулирала дефицит платног биланса, трговински дефицит и задуженост, паралелно са лошим економским перформансама.

Испољена као комбинација финансијских и реалних аспеката, криза је започела најпре као криза поверења на светском финансијском тржишту, коју је проузроковала криза америчког финансијског тржишта, а веома брзо се проширила на реалне секторе привреда. Последице нису биле само пад „виртуелног“ богатства, проистеклог из спекулативних операција на берзама, већ и пад друштвеног производа и раст незапослености.

Удар светске економске кризе у потпуности је променио фундаменталне односе између држава и институција у оквиру ЕУ и уместо једнакости држава и институционалне срећености, довео до неједнакости између држава и небитности формалне поделе надлежности између институција. И државе и институције

у ЕУ поделиле су се на оне које доносе одлуке и оне које их безалтернативно спроводе. Са кризом и променом ових фундаменталних односа унутар ЕУ, нестало је спољашње и унутрашње стабилности, која се показала као неопходан услов за постепену изградњу система и процес интеграција. Уместо сложеног и софистицираног система, у коме би и државе и институције имале своје место и своју улогу, криза је довела до стварања централизованог система у коме доминира политичко и финансијско језгро ЕУ, које релативно брзо и ефикасно доноси обавезујуће одлуке за све остале актере у оквиру ЕУ. Под захтевима поједностављеног и ефикасног система, који је наметнула велика економска криза, демократски принцип уређења система отишао је у страну, као и на почетку интеграција, уступајући место ефикасности и функционалности, као доказаним примарним принципима у историји европских интеграција.

У ери након Мастрихта процес европске интеграције евидентно је ушао у фазу која је обележена растућом нестабилношћу и бројним контрадикторностима. Истинско разрешење проблема који потресају ЕУ, теоријска мисао проналази у два крајности, или у радикалној трансформацији постојећег система или у драстичном ограничењу надлежности које су поверене европском нивоу власти.

Европске политичке елите су се определиле да се са кризом носе путем институционалних прилагођавања или путем уставовљивања нових аранжмана ван корпуса права ЕУ. Криза евра јесте за собом оставила „више Европе“, у смислу увећања надлежности европског нивоа власти. Али, у том новом систему економски најјаче чланице наметнуле су правила, док је државама чије су економије запале у проблеме остало само да се повинују, не би ли добиле потребну помоћ за спас својих финансија. У другој групи чланица грађани су више пута од почетка кризе евра остали затечени међуигром својих изабраних представника и бриселске бирократије, над којом увиђају да све више губе

контролу. Односи унутар система управљања ЕМУ постали су замршенији, а уложена средства и напори учинили су улог даљег опстанка монетарне интеграције још већим. Делује да су чланице еврозоне пале у заробљеништво садашњег посткризног, недемократског, непопуларног и комплетно неделотворног система ЕМУ који, у догледно време, мора опстати без обзира на цену.

Одигране политичке реформе описане у овом раду проређује и ублажити кризе, као основну карактеристику еврозоне, али ће њих вероватно бити и даље. Када је реч о реформама, европски лидери заузимају став да заједнички банкарски систем, банкарска унија, имплицира нешто више од заједничког надзора. Она подразумева заједничко осигурање депозита и идентичне процедуре око тога шта треба да се уради са банкама које не могу да испуне своје обавезе. Од ових процедура заједнички фонд за осигурање депозита издваја се као најважнији.

Кризу у еврозони произвела је нефункционалност финансијског система, а ЕЦБ и Тројка фокус усмеравају на обнову финансијске стабилности, чини се, без обзира на последице по људске животе. Након што Грчка напусти пропали монетарни, односно финансијски систем, поставља се питање шта ће га заменити. Логичан след је да ће се Грчка вратити на драхму, уз све проблеме које тај поступак доноси. Заговорници ове алтернативе обично игноришу чињеницу да је Грчка, током минимум две деценије коришћења драхме као валуте, бележила далеко бржи раст уз нижу незапосленост него током скоро две деценије од уласка у еврозону.

У овом раду изнета је мрачна прогноза стања еврозоне и њене будуће перспективе. Описани су основни недостаци у њеној конструкцији, делимично настали из погрешног економског резона, али делимично и услед недостатка политичке воље и солидарности. Приметили смо како су погрешни економски резони и изостанак солидарности утицали на погрешан одговор

када је реч о кризи. На тај начин није жртвована само европска садашњост, већ и њена будућност. Евро је требало да служи европском народу, а од тог истог народа се сада тражи да прихвати ниже зараде, више порезе и мање социјалне бенефиције, све у функцији очувања евра.

Евროзона је представљала још један покушај измене правила који је произвео већу неједнакост и економску стагнацију. Како су идеје пропале на обе стране Атлантика, нимало не чуди што су њихови следбеници дефанзивни и што морају да се ослањају на силу приликом остваривања својих политичких циљева.

Ова дисертација образлаже да се евро може сачувати, да га треба сачувати, али тако да то утиче на заједнички просперитет и солидарност, баш као што је обећавано приликом његовог увођења. Евро је био средство за остварење циља, а не циљ сам по себи. Уз сва обећања за очување евра, он је само производ, људска творевина, још једна несавршена институција коју су створили несавршени људи. Створили су га у најбољој намери визионарски лидери, али са визијом помућеном несавршеним поимањем тога шта подразумева једна монетарна унија. Било би штета да Европа ништа није научила из онога што се догађало у последњих готово двадесет година.

Искуства нас опомињу да су кризе неминовна и природна појава сваког система и његове егзистенције, почев од биолошког до социјалног, културног и економског. На то указују практична и теоријска сазнања у оквиру готово сваке културе. Нема те заједнице која на овај или онај начин не доспева у стање застоја, регресије, па и деструкције. Како год да се објашњавају почечи и примарни узроци кризе (као продукта ресурсних ограничења, природних катастрофа, епидемија и других великих развојних искушења), један део кризних тенденција продукт је самог система. Из тога произилази и кључна економска одредница кризе као продукта имперфектности економског система, односно потреба његове адаптације као одговора на промене у окружењу.

Глобална криза је покренула плиму наслага лоше економске праксе у реалној привредној сфери националних економија. Зато се и може говорити о многим проблемима структурног еквилибријума, који се испољавају само на дужи рок или у кризним ситуацијама, али опет у зависности од економске политике и праксе појединих земаља.

Из анализа преточених у овај рад проистичу три јасне поруке: заједничка валута угрожава будућност Европе; европски пројекат је превише важан да би био елиминисан, и Европа и читав свет заслужују више. Прелазак из данашње еврозоне у неку од тих алтернатива неће бити једноставан задатак, али је спроводљив.

Необичне мере ЕЦБ еврозону су поставиле у вакуум продуженог периода висине инфлације, која генерише минималну економску добит, јер доводи до неуспеха европског квантитативног попуштања негативних каматних стопа. Са аспекта дужника то би значило смањење задужености, повећање куповне моћи и потрошње и поверење у будућност кредитора. Овакав преокрет треба да повећа инвестирање у европске инфраструктурне пројекте, који би обезбеђивали дугорочне приносе и повећани макроекономски утицај на инвестиције.

Кључни закључак је да централизација интегралне економске политике, која није сама себи циљ, мора да оствари најмање два дугорочна резултата. Најпре, подизање конкурентности привреде политичке уније на светском тржишту, и друго, остваривање реалне конвергенције привреда држава чланица. Други закључни став указује на то да монетарна унија претпоставља и централизацију управљања фискалном политиком, као и буџет који може бити у функцији аутоматског стабилизатора, а то значи и увођење елемената социјалне функције. Централизација са једне стране подразумева дефинисање принципа и обима фискалног федерализма, а са друге, конституисање централне институције фискалног управљања.

Модерне економије зависе од софистицираних финансијских система и у ситуацији када се банкарски систем замрзне, привредни раст може брзо да се погорша или остане парализован. То је разлог зашто масовно пропадање банака узрокује толико проблема привреди и зашто земље које су упале у кризу не успевају брзо да поправе своје финансијске системе, као у случају Јапана 90-их година прошлог века.

Излазна стратегија је предмет дебате на глобалном и нивоу Европске уније. За успешну излазну стратегију веома је битно дефинисати право време изласка из кризе, као и координација стратегије на глобалном нивоу. Уколико излаз из мера подршке државног сектора буде преурађен или неуређен, може иницирати будућу финансијску нестабилност, док са друге стране ризике носи и касни излазак из кризе и то ризик деформисања јавних финансија, урушавање конкуренције и креирања моралног хазарда који се јавља услед смањене заштите, укључујући склоност преузимања ризика. Криза је и у Европској унији решавана масивном државном интервенцијом. Либерална теорија тржишног усклађивања економских кретања уступила је место кејнзијанском макроекономском управљању. У циљу прикупљања средстава за интервенције, а у условима ригидног мандата Европске централне банке да не сме да санира финансије држава чланица, што је искључивало инфлаторно финансирање, државе Еврозоне су емитовале велики обим обвезница сувереног дуга. Финансијска тржишта су, услед перцепције социјализованог ризика, углавном изједначиле цене сувереног дуга држава чланица. Изузетак је Немачка, која је представљала „сигурну луку“ инвеститора, све док се није открило да поједине државе чланице улазе у зону прекомерног задужења, без одговарајућих фискалних капацитета. То је од 2010. године активирало ризик банкрутства појединих држава чланица и покренуло кризу сувереног дуга Еврозоне. Криза је довела до даљег раста буџетског дефицита и креирања такозваног „круга порока“

односа банака и буџета, у коме су банке куповале државне обвезнице емитоване у сврху државне интервенције, а државе санирале банке приходом од тих истих емитованих обвезница, како би омогућиле нормалан наставак њихове кредитне активности према реалном привредном сектору и становништву. Ако се криза посматра као континуирани процес, она је показала недостатке институционалног механизма интеграције, како у Европској унији, тако и у Еврозони. Решавање кризе је из тог разлога обухватало, како мере економске политике, тако и институционалне реформе. Може се основано сматрати да су реформе у оквиру Еврозоне биле обухватније од оних у Европској унији као целини, пошто је криза јавног дуга довела у питање и сâм опстанак Еврозоне.

Монетарни део економске и монетарне уније био је резистентнији на кризу. Институционални оквир јединствене монетарне политике, односно Европске централне банке, показао се као робустан оквир за стабилизацију тржишта. Европска централна банка је активирањем функције зајмодавца у крајњој инстанци, на почетку финансијске кризе допринела одржавању ликвидности система, мада се показало да криза банкарског система води ка зачепљењу канала трансмисије монетарне политике, те монетарна политика није имала жељеног ефекта на реални сектор. Из наведених разлога постало је све очигледније да је неопходно реформисање банкарског сектора. Реформа банкарског сектора Еврозоне наслоњена је на претходно усвојене реформске захвате на јединственом банкарском тржишту Европске уније, који су предузети у циљу решавања финансијске кризе (формирање институције за превенцију системског ризика, Европски одбор за системски ризик и отклањање тржишних ризика и Европски систем финансијске супервизије). Она се састоји из формирања јединствених механизма супервизије банака, саниције и гашења банака и осигурања депозита, које су компоненте тзв. Банкарске уније. Овом реформом се тежи избегавање

преливања кризе појединих банака или сегмената банкарских система у тешкоћама, на целину монетарне интеграције, који би активирао кризу неповерења становништва и на тај начин допринео урушавању финансијског система.

Банкарска унија је формализована ван комунитарног регулисања односа држава чланица, и поред тога што је њена реализација, у условима тесне повезаности финансијских система свих држава чланица Европске уније, била од интереса за целину ове регионалне интеграције. Европска централна банка је у решавању кризе остварила и својеврсно ванинституционално ширење своје надлежности. То је наставак њеног тумачења одредаба свог мандата, који је дефинисан одредбама оснивачких уговора, али није прецизиран; она је ограничила свој мандат на одржавање стабилности цена и, у том оквиру, сама дефинисала циљ монетарне политике, односно стабилност цена. У циљу одржања стабилности цена Европска централна банка активно је учествовала у решавању кризе јавног дуга, како откупом обвезница презадужених држава чланица путем Програма тржишта хартија од вредности, тако и преузимањем обавезе да свим расположивим средствима брани евро од последица кризе јавног дуга, кроз Механизам директних монетарних трансакција.

И поред тога што је Европски суд правде потврдио оправданост такве акције Европске централне банке, ова интервенција изазвала је примедбе да је проширила свој мандат и на фискалну функцију. Примедбе су се јавиле и у односу на учешће Европске централне банке у практичним операцијама фискалне консолидације презадужених држава чланица Еврозоне, које су допринеле даљим дискусијама о њеном (не)демократском легитимитету, имајући у виду независну позицију коју јој дају оснивачки уговори Европске уније. Далеко сложенији и противречнији је начин решавања кризе у економској и фискалној области економске и монетарне уније. Са једне стране, криза је отворила процесе ренационализације, јер су државе чланице

интервенисале у циљу отклањања последица кризе првенствено коришћењем унутрашњих механизма економске и фискалне политике. Са друге стране, криза је решавана механизмима колективне акције, у циљу санације презадужених држава чланица, али поштујући одредбе забране колективне санације из оснивачких уговора. Интересантно је да је колективна акција имала различит обим партиципације држава чланица Европске уније, иако су ефекти преливања кризе погађали целину интеграције. Формирање стабилизационих фондова извршено је ван комунитарног метода регулисања односа. Уочљив је напор да се у оквиру постојећих институционалних оквира постави систем који има способност саморепродукције и на тај начин избегну дубљи захвати у институционалну инфраструктуру, како Еврозоне, тако и Европске уније. Очигледно је да не постоји спремност федерализације фискалне области, да и не говоримо о економској политици; страх од „трансферне уније“ и моралног хазарда, који је уосталом и довео до кризе јавног дуга у случају периферних медитеранских држава чланица. Оправдан је и страх од отварања питања промене оснивачких уговора, који би омогућио усаглашавање чак и најнеспорнијих интереса држава чланица.

Уместо дубљих реформи, извршено је фино подешавање одредаба Пакта стабилности и раста кроз „Пакет шест“ и „Пакет два“. Међудржавним уговором усвојен је Фискални пакт и разрађена процедура координације економских политика. Међутим, иза овог финог подешавања скривена је превлађујућа, практична економска концепција уравнотежавања буџета, која је, на захтев Немачке, усвојена у Фискалном пакту као уставна обавеза држава чланица. Реперкусије ове доктрине огледају се у политици затезања каиша, односно штедње, која на дужи рок спречава економски развој држава чланица. Ова доктрина је нарочито брутално примењена у санацији презадужених држава чланица, а посебно Грчке, те су политичке одлуке

суверених државних органа о економској, фискалној и буџетској политици замењене обавезним одлукама тзв. „Тројке“, коју чине представници Европске комисије, Европске централне банке и Међународног монетарног фонда. Овакав начин адаптирања економија појединих држава чланица не само да оспорава демократски легитимитет институција Европске уније и Еврозоне, већ има изузетно негативне социјалне последице у тим државама. Оно што је, међутим, обележило колективну акцију у решавању кризе јавног дуга, поред јачања недемократског легитимитета институција интеграције, јесу контроверзни погледи на будућност монетарне интеграције, односно судбину евра, инструментализација јавног мњења, противречности демократског и елитистичког одлучивања о питањима интеграције, све до оспоравања политичког циља интеграције у оквиру Европске уније, које је истакла Велика Британија.

Институционалне реформе у Европској унији и Еврозони у циљу савладавања кризе и отклањања кризног потенцијала интеграције нису измениле постојеће противречности интеграције. Релативна стабилизација привреда уз одсуство раста, као последица политике штедње, уз веома акомодативну монетарну политику, поставиће поново питање у ком правцу ће се развијати европска интеграција, а посебно Еврозона, и у њеном контексту евра. Уколико је незавршеност институционалне структуре економске и монетарне уније генератор криза, то значи да ће и убудуће кризе бити њена извесност. Дискусије око „Брегзита“ показале су у ком степену су државе чланице спремне да иду у дубљим реформама. Оно што је у оквиру Европског савета усаглашено са Великом Британијом фебруара 2016. године, као неуспешан подстицај бирачима да гласају за останак у Европској унији, највероватније је крајњи домаћај концесија некој од потенцијалних дисидентских држава чланица. О политичкој унији, као крајњем облику економске и монетарне интеграције Западне Европе, нема ни речи, чак ни у Еврозони.

Међутим, остаје валидна констатација која гласи „или ће се унутар ЕУ створити политичка унија која ће омогућити солидну економску и монетарну унију, или ће ниво интеграције бити заустављен, фактички враћен, на степен заједничког тржишта који не подразумева ни монетарну ни политичку унију.

Економска реалност приближиће ставове лидера еврозоне и приморати их да постигну консензус о томе како ће ЕМУ изгледати у будућности, да би евро опстао. Из овога можемо закључити да уколико се не развије политички процес који ће легитимно уградити своје економске и финансијске институције, будућност евра ће у најбољем случају бити крхка. Евидентно је које институције треба да буду изграђене у финансијама, управљању и политици да би функционисале, али оно што је Европа изградила до сада, далеко је од ових минимума. Не постоје одржива технократска решења проблема евра, који је инхерентно политички проблем, те ће се захтевати нова политичка решења. Главни актуелни ризици за евро проистичу из покушаја да се спроведу мере штедње и изврши структурна реформа на националном нивоу, као супериорни циљеви у односу на успостављање раста еврозоне и обављања политичке реформе ЕУ.

Еврозона ће постепено преузимати институционални значај од ЕУ, који ће имати значајне реперкусије за државе са клаузулом о изузећу попут Велике Британије, Шведске и Данске, те је веома изван сценарио да те државе у једном тренутку буду суочене са одлуком о уласку у еврозону или о напуштању ЕУ. Уколико еврозона и ЕУ претендују да икада постану озбиљан конкурент доминацији САД, морају развити не само смислену заједничку економску и финансијску политику, већ и кохерентну и повезану политику. Будућност еврозоне, Европе па и светског финансијског система изразито је неизвесна. Проблеми су огромни и комплексни и у овом моменту је тешко дати поуздано решење о начину њиховог отклањања. Неопходно је разматрање функционалности и одрживости ЕМУ у постојећим политичким и

правно-економским оквирима, изазови и проблеми са којима ће се суочити слабије економије, као и болне мере реструктурирања које ће државе морати да предузму у циљу подизања конкурентности својих привреда.

Литература

1. Acharya, V., Eisert, T., Eufinger, T, Hirsch, W. (2017) Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy, NYU Stern Working Paper.
2. Afonso, G., Santos, J., Traina, J., (2014) Do “Too Big To Fail” Banks Take on More Risk? Working paper, Federal Reserve Bank of New York.
3. Aikman D., Giese J., Kapadia, S., McLeay, M., (2019) Targeting financial stability: macroprudential or monetary policy? ECB working papers.
4. Alejandro Van der Ghote, (2018) Coordinating monetary and financial regulatory policies, ECB Working papers.
5. Алиловић Мислав, (2017) Анализа учинковитости каматног трансмисијског канала ЕЦБ за време и после финансијске кризе, Економски факултет, Свеучилиште у Сплиту.
6. Alfonso A., Arghzrou M., Kontonikas A, (2015) The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU, European Central Bank, Working Paper Series.
7. Allen & Carletti (2015); Улоге банака у финансијским системима, Оскфордски приручник о банкарству, УБС, Београд
8. Acharya, V., Anginer, D., Warburton, A. J., (2014) The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit State Guarantees. NYU Working Paper.
9. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R., Ragusa, R., (2019) Measuring euro area monetary policy. ECB Working Paper.
9. Ampudia Miguel, Thorsten Beck, Andreas Beyer, Jean-Edouard Colliard, Agnese Leonello, Angela Maddaloni, David

- Marques-Ibane, (2019) The architecture of supervision, ECB working papers.
10. Ampudia, M., Heuvel V. D. S., (2018) Monetary policy and bank equity values in a time of low interest rates, ECB Working Paper.
 11. Arellano C., (2012) Sovereign Debt Crises in the Eurozone, Economic policy paper, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
 12. Arghyrou, M., Kontonikas, A., (2010), The EMU Sovereign-Debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion, European Economy, European Commission, Economic and Financial Affairs Directorate General, Economic Papers.
 13. Арсић Милојко, Ранђеловић Саша (2017). Економија опорезивања – теорија и политика, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
 14. Atrissi, N., Mezher, F., (2010), Sovereign Debt Crisis and Credit Default Swaps: the Case of Greece and Other PIIGS, Université Saint-Joseph de Beyrouth.
 15. Avgouleas E., Douglas A., (2013) The Eurozone Debt Crisis and the European Banking Union, University of Hong Kong.
 16. Bandt O., Hartmann P., Peydro J., (2015) Системски ризик у банкарству, Оксфордски приручник о банкарству, Удружење банака Србије, Београд.
 17. Barbosa, J.R., Alves, R.H., (2011), Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, FEP Working Papers.
 18. Battistini, N., Pagano M., Simonelli, S., (2014) Systemic risk, sovereign yields and bank exposures in the euro crisis, EC, Economic Policy.
 19. Beck, T., Wagner, W. (2016) Supranational supervision: How much and for whom?, International Journal of Central Banking.
 20. Beckmann, E., Scheiber, T., Stix, H., (2011) How the Crisis Affected Foreign Currency Borrowing in CESEE: Microeconomic Evidence

- and Policy Implications, Oesterreichische Nationalbank, Focus on European Economic Integration.
21. Berg, T., Kaserer, C., (2014) Does contingent capital induce excessive risk-taking and prevent an efficient recapitalization of banks? Systemic Risk, Basel III, Financial Stability and Regulation.
 22. Berger, N. A., & Bouwman, H. S. C. (2009). Bank Liquidity Creation. *The review of financial studies*, 22(9), 3779-3837.
 23. Bernanke, B., (2010), Central Bank Independence, Transparency, and Accountability, Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo.
 24. Berndsen R., Carlos L., Renneboog L., (2018), Financial stability in networks of financial institutions and market infrastructures, *Journal of financial stability*.
 25. Beževan I. (2016) Problemi monetarne tranmisije ECB-a i učinkovitost nekonvencionalne monentarne politike, repozitorijum Ekonomskog fakulteta, Sveučilište u Splitu.
 26. Bolton, P., Jeanne, O., (2011), Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies, IMF Annual Research Conference.
 27. Brandao, M. L., Correa, R., Saprizza, H., (2013) International Evidence on Government Support and Risk Taking in the Banking Sector. IMF Working Paper
 28. Brunnermeier, M. K., Y. Koby Y., (2018) The Reversal Interest Rate, Princeton University Working Paper.
 29. Buiters, W., Rahbari, E., (2010), Greece and the Fiscal Crisis in the EMU, Citi Investment Research and Analysis, Citigroup Centre, Canada.
 30. Buiters, W., Rahbari, E., (2012), The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series, International Macroeconomics.

31. Беговић Б., Мијатовић Б. (2017). Финансијско посредовање и привредни раст, Центар за либерално демократске студије, Београд.
32. Бежеван Јосип, (2016) Проблеми монетарне трансмисије ЕЦБ и учинковитост неконвенционалне монетарне политике, Економски факултет, Свеучилиште у Сплиту.
33. Беренд Иван Т. (2009). Економска историја Европе у XX веку, Архипелаг, Београд,.
34. Вулетић М. (2018) Макропруденцијална политика, репозиторијум Економског факултета, Свеучилишта у Сплиту.
35. Calomiris, C. W., Herring, R. J., (2013). How to design a contingent convertible debt requirement that helps solve our too-big-to-fail problem. *Journal of Applied Corporate Finance*.
36. Cetorelli N., (2015) Bankarstvo i realna ekonomska aktivnost, Oksfordski priručnik za bankarstvo, Udruženje banaka Srbije, Beograd.
37. Christopoulos, A., Mylonakis, J., & Diktapanidis, P. (2011). Lehman Brothers: Could Collapse Be Anticipated? An Examination Using CAMELS Rating System. *International Business Research*, 4(2), 11-19.
38. Claessens, Stijn (2015). "An overview of macroprudential policy tools," *Annual Review of Financial Economics* 7(1), pp. 397-422.
39. Claudiu Tiberiu Albuлесcu, (2012) Financial stability, monetary policy and budgetary coordination in EMU, *Theoretical and Applied Economics Volume XIX*.
40. Coibion, O. and Gorodnishenko, Y., (2015), "Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation", *American Economic Journal*
41. Collard, F., Dellas, H., Diba, B., Olivier, L., (2017) Optimal Monetary and Prudential Policies, *American Economic Journal: Macroeconomics*.

42. Constancio V. (2015) Assessing the new phase of unconventional monetary policy at the ECB, University of Mannheim
43. Чаушевић Ф. (2004) Финансијска глобализација и економски суверенитет, часопис Социологија, Београд
44. Чаушевић Ф. (2015). Глобална криза 2008 и Кејнесова општа теорија, Економски факултет, Сарајево.
45. D'Arcy J. S., The financial crisis: Background, onset, economic crisis and radical responses, 2008, <http://www.zmag.org./rnet/7wiewArticle/10249>, (датум приступа: 05.07.2019).
46. Darvas Z., Wolff G., (2013) Should Non-Euro Area Countries Join the Single Supervisory Mechanism? Bruegel Policy Contribution.
47. De Grauwe, P., (2011), The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?, CESinfo Working Paper, Monetary Policy and International Finance
48. De Grauwe, P., (2011), The Governance of a Fragile Eurozone, Centre for European Policy Studies Working Document.
49. Dell'Araccia, G., Igan, D., Laeven, L. and Tong, H., (2012), Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms," IMF Staff Discussion.
50. Du Plessis, S., (2010), Implications of the Financial Crisis for Models in Monetary Policy, Stellenbosch Economic Working Papers, Department of Economics and the Bureau for Economic Research at the University of Stellenbosch, South Africa.
51. Димитријевић Б., Џелетовић М., (2016) Economic effects of Brexit – preliminary costbenefit analysis, The Review of International Affairs.
52. Думичић, (2015) Кратак увид у макропруденцијалне политике, ХНБ, Загреб.
53. Думичић, (2017) Макропруденцијална дијагностика, ХНБ, Загреб EU Directive 2009/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2009 amending Directive 94/19/

- ЕС on depositguarantee schemes as regards the coverage level and the payout delay, Official Journal of the European Union.
54. Целетовић Миленко, Милошевић Марко (2010). Неадекватно вођење монетарне политике ФЕД-а као један од узрока настанка светске финансијске кризе, Пословна економија.
 55. Целетовић Миленко, Шубара Љубомир (2017). Евро и монетарна интеграција Европе, Институт за међународну политику и привреду, Београд.
 56. Џомбић Ј. Илија (2010). Европска унија – Прошлост, садашњост, будућност, Сарајево.
 57. Ђорђе Ђ, (2016) Кретање каматних стопа у зони евра И ефекти на привреду Србије, монографија Економска политика Србије у 2016. Години, Економски факултет, Београд.
 58. Ђукић Ђ, (2015) Ефекти антикризне монетарне политике развијених земаља на привреду Србије, монографија Економска политика Србије у 2015 години, Економски факултет, Београд.
 59. Ђукић Ђ, (2016), Последице дивергентних монетарних политика високо развијених индустријских земаља на светском и локалном нивоу, Зборник матице српске за друштвене науке, Нови Сад.
 60. Ђукић Ђорђе (2016). Централна банка и финансијски систем (четврто измењено и допуњено издање), Универзитет у Београду, Економски факултет, центар за издавачку делатност, Београд.
 61. Ђукић Ђорђе (2019). Светска финансијска криза – 10 година после. Економски факултет у Београду, Центар за издавачку делатност, Београд
 62. Ђуровић-Тодоровић Јадранка, Марина С. Ђорђевић, (2011). Монетарна стратегија, Економски факултет Универзитета у Нишу.

63. Енгелс Волфрам (2000). Капитализам и његове кризе, Архипелаг, Београд.
64. EU, Directive 2009/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2009 amending Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes as regards the coverage level and the pay-out delay, Official Journal of the European Union.
65. EU Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee schemes [Direktiva 2014/49/EU o sistemima osiguranja depozita]. Official Journal of the European Union.
66. Farhi, E., Tirole, J., (2012) Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts. *American Economic Review*.
67. Flanenerу M., (2010) Тржишна дисциплина у банкарској супервизији, Оксфордски приручник о банкарству, Удружење банака Србије, Београд.
68. Фуртула, С., Марковић, Д. (2010) Монетарни систем Европске уније, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац.
69. Galati, Gabriele and Richhild Moessner (2018). “What do we know about the effects of macroprudential policy?” *Economica* 85, pp. 735-70.
70. Galí, J., (2010), The Monetary Pillar and the Great Financial Crisis, in: *The Geat Financial Crisis, Lessons for Financial Stability and Monetary Policy*, European Central Bank.
71. Gambacorta, Leonardo and Andres Murcia (2017). “The Impact of Macroprudential Policies and Their Interaction with Monetary Policy: An Empirical Analysis Using Credit Registry Data,” BIS Working Paper 636 (June).
72. Goddart J., Molyneux P., Wilson J., (2010) Банкарство у Европској унији, Оксфордски приручник о банкарству, Удружење банака Србије, Београд.
73. Gros, D. (2017). Debt forgiveness is not the solution for Greece, Centre for European Policy Studies.

74. Гавриловић Маја, Условљавање ММФ – институционални, економски и политички аспекти, (2018), докторска дисертација, Факултет политичких наука, Универзитет у Београду.
75. Њатовић, Драгана (2013). Фискална интеграција у Европској унији, Банкарство, Београд.
76. Голубовић, С. (2007). Европска монетарна унија, нституционални аспекти. Центар за публикације, Правни факултет, Ниш.
77. Голубовић, С. (2012). Фискална правила у Европској монетарној унији, Ниш, Студентски културни центар Ниш.
78. Голубовић, С. (2014). Еволуција улоге Европске централне банке у условима глобалне финансијске кризе. Правни живот, бр. 11. Београд.
79. Грбић В, и др, (2013). Финансирање и заједничке политике ЕУ, ИМПП, Београд.
80. Hills, Robert, Simon P Lloyd, Dennis Reinhardt and Rhiannon Sowerbutts (2019). “The Interaction Between Prudential Policy and Monetary Policy: Evidence from UK Banks’ External Lending,” Bank of England mimeo (February).
81. Hilscher, J., Raviv, A., (2014). Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability, Journal of Corporate Finance
82. Holl’o, D., M. Kremer, M. Lo Duca (2012), “CISS - A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System”, ECB Working Paper.
83. Hubrich, K., R. J. Tetlow (2015), Financial stress and economic dynamics: The transmission of crises, Journal of Monetary Economics, Working Paper Series.
84. Huixin B., Leeper E., Campbell L., (2018) Sovereign Default and Monetary Policy Tradeoffs. International Journal of Central Banking.

85. Iannotta, G., Pennacchi, G., (2012). Bank regulation, credit ratings, and systematic risk.
86. Jan Toporowski, (2012) The monetary theory of Kalecki and Minsky, Department of economics working papers series, London
87. Јанковић Милош (2018). Изазови регулације хипотекарних тржишта, Београдска банкарска академија, Факултет за банкарство, осигурање и финансије, Београд
88. Јанцаи М, Стакић М. (2014) Нестандардне мере монетарне политике, Банкарство, Удружење банака Београд.
89. Јемовић М и Крстић Б. (2015). Компаративна анализа политике финансијске стабилности НБС и ЕЦБ, Економске теме, Ниш.
90. Јовановић, М. (2006). Европска економска интеграција, Економски факултет, стр. 77, Београд.
91. Katarzyna Sum, 2016, Post crises banking regulation in the European union – opportunities and threts, Palgrave MacMilla, e-book
92. Kremer, M. (2016), “Macroeconomic Effects of Financial Stress and the Role of Monetary Policy: a VAR Analysis for the Euro Area”, International Economics and Economic Policy.
93. Krugman P, (2012). Europe economic suiside, ИНТ.
94. Ковачевић Радован (2012). Међународно тржиште капитала – савремене тенденције, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд
95. Комазец Слободан, Петровић Драган, (2014). Глобална монетарна криза и нови геополитички и финансијски односи у свету“, Институт за међународну политику и привреду, Београд.
96. Кондић Срђан, Перица Рајчевић, (2013) Креирање нове финансијске архитектуре ЕУ у циљу превазилажења кризе, Банкарство 4, УБС, Београд.

97. Крагуљ Д, Милићевић Д. (2005). Економија – Увод у економску анализу, микро-економија и макроекономија, страна 404. Макарије, Београд.
98. Крстић Б, Маринковић С, (2017) Финансијски систем и финансијске институције, Економски факултет, Ниш
99. Крстић Б. и др (2010). Актуелне контроверзе о надлежности-ма централне банке у односу на њене традиционалне функције, Економске теме, Ниш.
100. Кругман, П., (2008) Повратак економије депресије, HELIX, Смедерево
101. Laeven, L., Valencia H., (2018), “Systemic Banking Crises Revisited”, IMF Working Paper.
102. Laeven, L., Valencia. F., (2013), “Systemic Banking Crises Database,” IMF Economic Review.
103. Larch M., Kumps Д., Cugnasca A., Orseau E. (2019) Fiscal Policy and the Assessment of Output Gaps in Real Time: an Exercise in Risk Management, ZEW – Leibniz Centre for European Economic Research, https://ec.europa.eu/info/publications/study-fiscal-policy-and-assessment-output-gaps-real-time-exercise-risk-management_en, (приступљено 01.10.2019)
104. Lazarov, I. 2017, Deposit insurance in the EU: repetitive failures and lessons from across the Atlantic. Common Market Law Review
105. Lorenzo Cuocolo, (2015) Constitutional Issues of the Banking Union, between european law and national legal orders, BAFFI CAREFIN Centre Research Paper Series, Universita Commerciale Luigi Bocconi, Milan
106. Love, Patrick and Julia Stockdale-Otárola (eds.) (2017), “Complexity and the financial system”, in Debate the Issues: Complexity and Policy making, OECD Publishing, Paris. DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264271531-5-en>

107. Лакић, Слободан, (2009) Финансијска криза – дебаланс ризичних профила, Montenegrin Journal of Economics.
108. Ласић Миле (2009). Еуропска унија – настанак, стратегијске недоумице и интеграцијски домети, Библиотека University Book, Сарајево.
109. Miguel Ampudia, Thorsten Beck, Andreas Beyer, Jean-Edouard Colliard, Agnese Leonello, Angela Maddaloni, David Marques-Ibane, The architecture of supervision, ECB, working papers, 2019
110. Марија Митровић, Финансијска стабилност у отвореним привредама, докторска дисертација, 2013, ФЕФА, Универзитет Сингидунум.
111. Марковић Д, Фуртула С. (2011). Стабилност банкарског сектора у ЕМУ, Часопис Банкарство, УБС, Београд.
112. Махмутовић Х., Таловић С. (2014), Либерализација економских токова као битна детерминанта савремене глобализације: неки теоретски погледи и аргументи, Транзиција, Економски факултет, Тузла.
113. Момировић Д., (2013) Суверена дужничка криза и улога Европске централне банке, Финансије, Министарство финансија Републике Србије.
114. Момировић Д., (2014) Нестандардна монетарне политика ЕЦБ – макроекономски ефекти И излазна стратегија, Банкарство, УБС, Београд.
115. Муратовић Х, (2011). Монетарна и фискална политика Европске уније, Примус, Градишка, РС.
116. Osiński, J., Seal, K.; Hoogduin, L. (2013) Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation. IMF Staff Discussion Note, 13/05.
117. Остојић С. (2009). Основи монетарне економије, Дата Статус, Београд.

118. Peek J., Resengren S., (2010) Улога банака у трансмисији монетарне политике, Окс-фордски приручник за банкарство, Удружење банака Србије. Београд.
119. Перо Петровић и Александар Живковић, 2010, Финсијска криза и формирање Европског монетрног фонда – треба ли мењати Европски споразум, Међународна политика, Институт за међународну политику и привреду, Београд
120. Петровић Б. Перо (2014). Међународне финансије у новој архитектури, Институт за међународну политику и привреду, Београд.
121. Петровић Перо, Ристић К, (2018) Јединствени механизам санације банака, Европско законодавство, Институт за међународну политику и привреду, Београд.
122. Поповић Петровић Ивана, Предраг Бјелић (2018). Европска трговинска интеграција, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
123. Поповић С., (2014). Финансијска стабилност и централна банка, Економски факултет, Београд (доступно на интернету)
124. Поповић, Светлана (2013). Монетарна политика Европске централне банке и њене последице на процес конвергенције, докторска дисертација, Економски факултет, Београд.
125. Прокопијевић М, (2009), Увод у Европску унију, Службени гласник, Београд.
126. Прокопијевић М, (2012), Европска унија, Чигоја штампа, Београд.
127. Rodriguez C., Carrasco A. C. (2014). ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects: FESSUD, Working paper.
128. Rodriguez C., Carrasco A. C., (2014) ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects: FESSUD, Working paper.

129. Радоњић Огњен (2016). Криза у еврозони: најскупљи развод на свету, ХЕРА еду, Београд, Инстант system, Београд.
130. Радосављевић Ратко, Васиљевић Бранко (2019). Финансијска интеграција Европске Уније и финансијско тржиште Србије, Рацио, Београд.
131. Ристић К. и други (2014), Криза, неолиберализам и макроекономски менаџмент, Зборник радова: Од кризе према развоју, Универзитет за пословне студије, Бања Лука
132. Ристић Ж, Комазец С, (2013), Међународне јавне финансије и буџетска политика Европске уније, Етностил, Београд.
133. Ристић К, (2018) Економска и финансијска политика Европе, Институт за финансије и макроекономску политику, Етностил, Београд.
134. Ристић К, Живковић А, Трнавац Д, (2018), Review of previous methodological challenges to measuring efficiency of the transmission mechanism of monetary policy and their conterporary reality today, Quatitative method in economics, Faculty of economics, University of Belgrade.
135. Ристић К, Милошевић А, Марјановић Н. (2017), Controversies and contractually economy of EU, International scientific conference; Conterporary approaches in the analisys of economic performances, Faculty of economics, Universuty of Niš
136. Ристић К. (2016), Финансијска стабилност и економски раст у еврозони у условима нове финансијске регулативе, Зборник радова: Реформе и развој привреде Србије у условима институционалне кризе ЕУ, Универзитет Едуцонс, Нови Сад
137. Ристић К., (2016), Институционална криза и финаснијска стабилност ЕУ, Јахорински пословни дани, Економски факултет Пале, Универзитет у Источном Сарајеву.
138. Ристић К., (2018) Финансијска глобализација, Институт за финансије и макроекономску политику, Етностил, Београд.

139. Ристић К., Живковић А., (2018) Структурни проблеми ЕУ И изазови финансијске стабилности, Јахорински пословни форум, Економски факултет Пале, Универзитет у Источном Сарајеву.
140. Ристић К., Миљковић Љ., Клинцов Т. (2017), Финансијски и банкарски менаџмент ЕУ, часопис Пословне студије, Универзитет за пословне студије, Бања Лука.
141. Ристић, К. (2016), Egsistential paradox of EU economy, Scientific conference: Europe and Asia: Economic integration prospects, Belgrade Banking Academy, Belgrade, Proceedings СЕМАФИ International Association,
142. Ристић, К. (2014), Postcrisis macroeconomic policy and management, Thematic proceedings: Entrepreneurship and innovations as preconditions for economic development, Faculty of Economics, Podgorica, Montenegro
143. Schoenmaker, D. 2018. Building a stable Deposit Insurance Scheme. *Journal of Financial Regulation*, 4, pp. 314–320.
144. Schoenmaker, D., Wierds, P., (2011), Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework, Duisenberg School of Finance, Policy Paper.
145. Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P., Stark, J., (2011), The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform, CESinfo DICE Report.
146. Stiglitz (2018), <https://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/papers/2018>, приступљено 10.07.2019.
147. Stiglitz (2019), <https://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/papers/2019>, приступљено 10.07.2019).
148. Stiglitz J. (2018). Globalizacija i njene protivrečnosti – antiglobalizacija u Tranpovoj eri, Miba books, Beograd.
149. Stiglitz, J., (2017) *Evro*, Akademska knjiga, Novi Sad.

150. Sundaresan, S., Wang, Z., (2014). On the design of contingent capital with a market trigger. *The Journal of Finance*.
151. Стевовић М., (2018) Економски сценарио и финансијска индустрија у ЕУ27 и УК после Брегзита, FBIM Transaction, Пословни и правни факултет, Београд
152. Степановић-Петрач, Жаклина, 2008, "Карактер текуће финансијске кризе САД и могуће глобалне последице". *Расправе и чланци*.
153. Стојанов Драгољуб, Драшковић Веселин, Лакић Слободан, Драшковић Мимо (2014). *Макроекономске теорије и политике у глобалној економији – донети, изазови и перспективе*, „ЕЛИТ“, Подгорица.
154. Шошкић Д (2015). *EU Banking Union: Lessons for non-eurozone transition countries*. Industry 43-7668, The Institute of Economics, Belgrade.
155. Шубара Љ., *Теоријске и институционалне основе развоја и реформи монетарне интеграције Европске уније*, докторска дисертација, Факултет политичких наука, Београд, 2016.
156. Talani, L. S. (2009) *The Future of EMU*, Palgrave Macmillan, New York
157. Trautmann, P. (2006). *Camels Ratings*. New York: Point Management and technology consultants, USAID/IRAQ
158. Trichet, JС., (2012) *State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response*, *Journal of Common Market Studies*.
159. Тодић Д, et al. (2014). *Придруживање Европској унији и одрживи развој*, ИМПП, Београд.
160. Тошић Ива, (2019) *Развој система осигурања депозита на нивоу Европске уније – изазови и препоруке за унапређење система*, *Страни правни живот*, Институт за упоредно право, Београд.

161. Verhelst, S. (2013) Assessing the Single Supervisory Mechanism: Passing the Point of No Return for European Banking Union. Egmont Paper.
162. Вуњак, Н., Давидовић, М., Стевановић М. (2012), The impact of global financial crisis on the performances of the serbian banking sector, Теме, Универзитет у Нишу.
163. Wagner, W., (2010). Diversification at financial institutions and systemic crises. Journal of Financial Intermediation
164. White, H., T.H. Kim, S. Manganelli (2010) Modeling autoregressive conditional skewness and kurtosis with multiquantile CAViaR, in Volatility and Time Series Econometrics, Oxford University Press.
165. White, H., T.H. Kim, S. Manganelli (2015), VAR for VaR: Measuring tail dependence using multivariate regression quantiles, Journal of Econometrics.
166. Wyplosz C. et. la (2009), Економска европска интеграција, Data status, Београд
167. Живковић А, Лакић С. Ристић К (2019) Монетарни менаџмент, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд
168. Живковић Александар, Кожегинац Градимир, Поповић Светлана (2019). Монетарна економија, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
169. Жугић Р, Фабрис Н. (2010), Финансијска стабилност као циљ централних банака, ЦБЦГ, Подгорица

Интернет извори

1. <https://thefinancialbrand.com/89538/best-global-banking-innovations-2019>
2. <https://www.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/>
3. <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>
4. <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/>
5. <https://www.esrb.europa.eu/pub/reports/html/index.en.html>
6. <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy>
7. <https://eba.europa.eu/supervisory-convergence>
8. <https://www.esrb.europa.eu/mppa/stress/html/index.en.html>
9. <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/59/oj>
10. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0059>
11. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-and-monetary-union_en
12. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en
13. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb_en
14. https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en
15. https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-prospective-fiscal-stance-appropriate-euro-area-2020_en

16. https://ec.europa.eu/info/publications/study-fiscal-policy-and-assessment-output-gaps-real-time-exercise-risk-management_en
17. https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-prospective-fiscal-stance-appropriate-euro-area-2020_en
18. <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>; Committee on the Global Financial System, Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis (доступљено, 25.10.2019).

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

338.23:336.74(0.034.2)

338.23:336.1/.5(0.034.2)

338.124.4(0.034.2)

РИСТИЋ, Кристијан, 1976-

Финансијске регулативе Европске уније
[Електронски извор] : анализа, домети и
перспективе / Кристијан Ристић, Давор Мацура. -
Београд : Институт за финансије и макроекономску
политику, 2025 (Београд : Магна принт). - 1
електронски оптички диск (CD-ROM) ; 12 cm

Тираж 100. - Библиографија.

ISBN 978-86-81262-07-8

1. Мацура, Давор, 1981- [аутор]

а) Европска унија -- Монетарна политика

б) Европска унија -- Фискална политика в)

Финансијска криза

COBISS.SR-ID 162010121