



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

МР КРИСТИЈАН (ЖАРКО) РИСТИЋ

*УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ
НА ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЈУ НОВЕ АРХИТЕКТУРЕ
ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ*

- докторска дисертација -

Ниш, 2020. година



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

МР КРИСТИЈАН (ЖАРКО) РИСТИЋ

*УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ
НА ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЈУ НОВЕ АРХИТЕКТУРЕ
ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ*

- докторска дисертација -

Ниш, 2020. година



UNIVERSITY OF NIŠ
FACULTY OF ECONOMICS

MR KRISTIЈAN (ŽARKO) RISTIĆ

**THE IMPACT OF THE FINANCIAL CRISIS
ON THE INSTITUTIONALIZATION OF NEW
ARCHITECTURE OF THE EU FINANCIAL STABILITY**

- Doctoral dissertation -

Niš, 2020

Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације

Ментор:

Др Мирјана Јемовић, доцент
Универзитет у Нишу, Економски факултет

Чланови комисије:

Др Срђан Маринковић, редовни професор
Универзитет у Нишу, Економски факултет (председник комисије)

Др Александар Живковић, редовни професор
Универзитет у Београду, Економски факултет (члан)

Датум одбране докторске дисертације: _____

**ИЗЈАВА МЕНТОРА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ
УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Овим изјављујем да сам сагласна да кандидат мр Кристијан Ристић може да преда Реферату за последипломско образовање Факултета урађену докторску дисертацију под називом **Утицај финансијске кризе на институционализацију нове архитектуре финансијске стабилности Европске уније**, ради организације њене оцене и одбране.

Ниш, 24.10.2020. године



(Потпис ментора)

**THE STATEMENT OF THE MENTOR'S CONSENT FOR THE SUBMISSION OF
THE COMPLETED DOCTORAL DISSERTATION**

Hereby, I declare that I agree that the candidate mr Kristijan Ristić, can submit the completed doctoral dissertation entitled **The impact of the financial crisis on the institutionalization of new architecture of the EU financial stability** to the officer for doctoral studies at the Faculty, for the purpose of its evaluation and defense.

Niš, 27/10/2020



(Mentor's signature)

Подаци о докторској дисертацији

Ментор:

Др Мирјана Јемовић, доцент, Универзитет у Нишу, Економски факултет

Наслов:

Утицај финансијске кризе на институционализацију нове архитектуре финансијске стабилности Европске уније

Резиме:

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 сложеним финансијским системима, какви су финансијски системи САД и ЕУ. Проблем из кога произилази дефинисање предмета ове докторске дисертације као и сам оквир истраживања је глобална финансијска криза која је обележила крај прве деценије 21. века и утицала на институционализацију нове архитектуре финансијске стабилности у 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. Имајући у виду да је извесна хомогеност постигнута на нивоу земаља чланица еврозоне, кроз дефинисање и спровођење јединствене монетарне политике, у дисертацији је применом VAR модела (*векторска ауторегресија*) испитана ефикасност канала каматне стопе као трансмисионог механизма монетарне политике у два подпериода: период пре кризе (2004-2009.) и период након избијања кризе (2009-2017.). Резултати спроведене анализе су потврдили недовољну ефикасност канала каматне стопе и указали на потребу за применом нестандартних мера монетарне политике Европске централне банке (квантитативно попуштање, откуп активе). 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, као и ограничен фискални капацитет држава чланица онемогућили су правовремени и адекватан одговор ЕУ на глобалну финансијску кризу. Институционална архитектура, где ће се више одлука о финансијским и економским политикама доносити на нивоу ЕУ, подразумева боље оспособљене механизме. Банкарска унија као градуелистички покушај чвршће интеграције на нивоу ЕУ може 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.

Научна област:

Економија

Научна
дисциплина:

Финансије, банкарство и осигурање

Кључне речи:

финансијска криза, монетарна политика, банкарска унија,
фискална унија, финансијска стабилност, ЕУ

УДК:

338.124.4(4-672EU)(043.3), 336.7(4-672EU)(043.3)

CERIF
класификација:

S181 Наука о финансијама

Тип лиценце
Креативне
заједнице:

CC BY-NC-ND

Data on Doctoral Dissertation

Doctoral Supervisor:	Dr Mirjana Jemovic, Assistant Professor at the University of Nis, Faculty of Economics
Title:	The impact of the financial crisis on the institutionalization of new architecture of the EU financial stability
Abstract:	<p>The issue of financial stability has become relevant in the last decades of the last century due to frequent banking crises. For these reasons, financial stability, i.e. achieving and preserving the stability of the financial system, is increasingly defined as an explicit goal of the central bank, with the growing importance of financial stability policy within the overall economic policy. Achieving and maintaining financial stability is not an easy task and requires the design of an appropriate regulatory framework that includes various institutions, rules and procedures. The regulator's approach is determined by the specifics of a particular financial system, and is a particularly sensitive issue in complex financial systems, such as the US and EU financial systems. The issue behind the subject of this doctoral dissertation, as well as the research framework itself, is the global financial crisis that marked the end of the first decade of the 21st century and influenced the institutionalization of the new architecture of the EU financial stability. Financial stability and its sustainability are based on the fact that the EU is not a homogeneous system economically speaking, and that the member states are fundamentally completely different in terms of development level and macroeconomic indicators. Having in mind that the Eurozone member states achieved certain homogeneity by defining and implementing a single monetary policy, the dissertation uses the VAR model (vector autoregression) to examine the efficiency of the interest rate channel as a transmission mechanism of monetary policy in two subperiods: pre-crisis period (2004-2009) and post-crisis period (2009-2017). The research results confirm the insufficiently efficient interest rate channel and indicate the need for the application of non-standard monetary policy measures of the European Central Bank (quantitative easing, asset repurchase). The lack of a unified financial stability policy at the EU level, in the context of its indispensable elements (regulation and supervision, deposit insurance and restructuring and exit policies of banks), as well as limited fiscal capacity of member states prevent timely and adequate EU response to the global financial crisis. Institutional architecture, with more decisions on financial and economic policies made at EU level, implies better-equipped mechanisms. The banking union, as a gradualist attempt at stronger integration at the EU level, can have a positive impact on the EU's macroeconomic performance in the long run. However, due to the different focus of individual EU member states, elements of the new architecture of financial stability are focused primarily on preserving the common currency, and very little on essential integration and building a platform for early identification and prevention of future crises. Given that the effect of non-standard</p>

measures in the long run, especially in the post-crisis period, brings new potential financial tensions, as well as that the banking union functions as a crisis management mechanism and not as a crisis prevention mechanism, the newly formed financial stability architecture can be a guarantor of financial stability in the long run with the introduction of a new pillar of EU integration – fiscal union.

Scientific
Field:

Economics

Scientific
Discipline:

Finance, Banking and Insurance

Key Words:

financial crisis, monetary policy, banking union, fiscal union, financial stability, EU

UDC:

For example: 123.456-7

CERIF
Classification:

S181 The Science of Finance

Creative
Commons
License Type:

CC BY-NC-ND

Научни допринос докторске дисертације

Учесталост банкарских криза последњих деценија прошлог века, а посебно крајем прве деценије овог века интензивирали су забринутост надлежних тела за очување финансијске стабилности како на националном, тако и на глобалном нивоу. У том смислу, допринос дисертације се најпре огледа у систематизацији знања о појму и значају финансијске стабилности, као и елементима, политикама и институцијама неопходним за њено очување. Имајући у виду да је очување финансијске стабилности посебан изазов у сложеним финансијским системима, допринос дисертације огледа се и у предлагању мера и активности које ће бити основ надлежним регулаторним телима у постизању финансијске стабилности у Европској унији. Финансијска криза додатно је нагласила проблеме до којих различита позиционираност монетарне и фискалне политике може да доведе у управљању кризом. С тим у вези, посебан допринос дисертације огледа се у примени VAR модела за оцену ефикасности канала каматне стопе као стандардног канала за трансмисију монетарне политике. Полазећи од резултата VAR модела којим су стандардни инструменти монетарне политике оцењени као недовољно ефикасни, приступило се анализи ефеката нестандартних мера монетарне политике. Обзиром да примена нестандартних мера у дугом року, а посебно у посткризном периоду, доноси и потенцијалне нове финансијске тензије, као могуће решење издвојен је предлог за стварање банкарске уније, у чијој је основи доношење јединствених банкарских правила, као и правила којима се регулише област осигурања депозита и поступак реструктурирања, стечаја и ликвидације банака. Како формирање банкарске уније са собом повлачи директан надзор Европске централне банке над системски значајним финансијским институцијама, а посредан над осталим финансијским институцијама, допринос дисертације огледа се и у оцени утицаја банкарске уније на очување финансијске стабилности ЕУ. Констатујући да банкарска унија функционише као механизам поступања у кризи, а не као механизам превенције кризе, и дао као таква у контексту примене нестандартних мера монетарне политике није апсолутни гарант очувања финансијске стабилности ЕУ, посебан допринос дисертације огледа се у истицању потребе за увођењем новог стуба ЕУ интеграције – фискалне уније.

Scientific Contribution of the Doctoral Dissertation

The frequency of banking crises in the last decades of the last century, especially at the end of the first decade of this century, intensified the competent bodies' concerns for preserving financial stability both at the national and global level. In that sense, the contribution of the dissertation is first reflected in the systematization of knowledge about the concept and importance of financial stability, as well as the elements, policies and institutions necessary for its preservation. Bearing in mind that preserving financial stability is a special challenge in complex financial systems, the contribution of the dissertation lies in proposing measures and activities that will be the basis for the competent regulatory bodies in achieving financial stability in the European Union. The financial crisis has further highlighted the problems that different monetary and fiscal policies can lead to in crisis management. In this regard, the special contribution of the dissertation is reflected in the application of the VAR model for assessing the efficiency of the interest rate channel as a standard channel for the transmission of monetary policy. Proceeding from the results of the VAR model, which assesses the standard monetary policy instruments as insufficiently efficient, the analysis of the effects of non-standard monetary policy measures is conducted. Considering that the application of non-standard measures in the long run, especially in the post-crisis period, brings new potential financial tensions, a proposal for the creation of the banking union, based on the adoption of single banking measures as well as rules governing the area of deposit insurance and the procedure of restructuring, bankruptcy and liquidation of banks, has been singled out as a possible solution. As the formation of the banking union entails direct supervision of the European Central Bank over systemically important financial institutions, and indirect over other financial institutions, the contribution of the dissertation is reflected in the assessment of the banking union's impact on preserving EU financial stability. Noting that the banking union functions as a mechanism for dealing with the crisis, and not as a mechanism for crisis prevention, and that, as such, in the context of the application of non-standard monetary policy measures, is not an absolute guarantor of preserving the financial stability of the EU, there is a need to introduce a new pillar of EU integration – the fiscal union.

Захваљујем својој менторки, члановима комисије и својој породици, а ову докторску дисертацију посвећујем свом покојном оцу, проф. др Жарку Ристићу.

На Св. Јована, 2020. у Београду

СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1. Инструменти за реализацију макро и микро пруденцијалне политике.....	48
Табела 2. Дескрипција узорка VAR модела	165
Табела 3. Резултати АДФ теста.....	167
Табела 4. Избор оптималног временског помака варијабли модела	170
Табела 5. Резултати Jarque-Bera тестова униваријантне и мултиваријантне нормалности резидуала.....	171
Табела 6. Резултати ARCH-LM униваријантне и мултиваријантне хомоскедастичности.....	172
Табела 7. Грангер-узрочне везе између варијабли.....	172
Табела 8. Преклапање одговорности централних банака и надзорних органа у изабрним земљама	185

СПИСАК ГРАФИКОНА

Графикон 1. Базни месечни индекс кретања десезонираних и сезонираних цена некретнина на тржишту САД у периоду 01.01.1991.-01.11.2008. године.....	27
Графикон 2. Приказ кретања референтне каматне стопе ФЕД у периоду јануар 2000. - март 2009. године	30
Графикон 3. Кретање вредности индекса производње, цена, ЕОНИА и ЕУРИБОР 1М каматних стопа.....	166
Графикон 4. Резултати АДФ теста за индекс индустријске производње.....	167
Графикон 5. Резултати АДФ теста за индекс раста цена на мало	168
Графикон 6. Резултати АДФ теста за каматну стопу ЕОНИА	168
Графикон 7. Резултати АДФ теста за једномесечни ЕУРИБОР	169
Графикон 8. Декомпозиција варијансе.....	174
Графикон 9. Реакција на промену ЕОНИА.....	175

СПИСАК СЛИКА

Слика 1. Приказ функционалне структуре финансијског система.....	10
Слика 2. Систематизован преглед будућих тенденција у погледу одрживе глобалне финансијске стабилности.....	51

САДРЖАЈ

УВОДНА РАЗМАТРАЊА	1
-------------------------	---

ПРВИ ДЕО: ГЛОБАЛНА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ФИНАНСИЈСКА СТАБИЛНОСТ

I ГЛОБАЛНА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ФИНАНСИЈСКИ ТОКОВИ	9
--	----------

1. Финансијска глобализација и њени домети.....	9
1.1. Интегрисани глобални финансијски систем.....	9
1.2. Финансијска либерализација и глобални финансијски токови	13
1.2.1. Предности финансијске либерализације.....	15
1.2.2. Недостаци финансијске либерализације.....	18
1.3. Финансијска глобализација и финансијска криза: узрочно-последични односи.....	21
2. Комплексност савремене финансијске кризе	23
2.1. Узроци и дубина финансијске кризе	23
2.2. Хеџинг трансакције и криза хипотекарног тржишта.....	30
2.3. Механизми преливања кризе	34
2.4. Глобална финансијска криза и финансијска стабилност.....	39

II ФИНАНСИЈСКА СТАБИЛНОСТ: ФУНКЦИОНАЛНИ ЗНАЧАЈ И ДОМЕТИ 42	
---	--

1. Појам и значај финансијске стабилности на микро, макро и глобалном нивоу: теоријска разграничења	42
1.1. Појам и значај финансијске стабилности	42
1.2. Микро и макро аспекти финансијске стабилности	48
1.3. Глобални аспекти финансијске стабилности.....	52
2. Мерење финансијске стабилности.....	59
2.1. Индикатори финансијске стабилности	59
2.2. Композитни индекс финансијске стабилности	62
2.3. Систем раног упозорења и стрес тестови	66
3. Управљање системским ризиком	70
3.1. Микропруденцијални приступ управљању финансијском стабилношћу.....	70
3.2. Макропруденцијални приступ управљању финансијском стабилношћу	74
3.3. Монетарна политика у функцији финансијске стабилности	77
3.4. Фискална политика у функцији финансијске стабилности	81
3.5. Улога и значај међународних финансијских институција у управљању финансијском стабилношћу	84
3.6. Управљање финансијском стабилношћу у сложеним финансијским системима	87

ДРУГИ ДЕО: ИНСТИТУЦИОНАЛНА КРИЗА И ИЗАЗОВИ ПОЛИТИКЕ ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

I. ПОЛИТИКА ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ ЕУ	93
---	-----------

1. Економска историја и различити аспекти функционисања ЕУ	93
1.1. Настанак и развој ЕУ – преглед конституционалних оквира	93
1.2. Економски и финансијски аспекти функционисања ЕУ	95
1.3. Проблеми заједничке валуте и одрживе економске будућности ЕУ	106
2. Регулаторне платформе у очувању финансијске стабилности ЕУ	109

2.1. Специфичности финансијског система ЕУ	109
2.2. Европски систем централних банака и изазови конвергенције у ЕУ	112
2.2.1. Критеријуми конвергенције	114
2.2.2. Место и улога ЕЦБ у очувању финансијске стабилности ЕУ	117

II. ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИР ЗА ОЧУВАЊЕ ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ У ЕУ

1. Узроци и дубина финансијске кризе у ЕУ	121
1.1. Преливање финансијске кризе из САД у ЕУ	121
1.1.1. Ефекти кризе на макроекономију ЕУ и економско-финансијска фрагментација у ЕУ	123
1.1.2. Грчка криза као испит за економско и финансијско функционисање ЕУ	130
1.1.3. БРЕГЗИТ – Економско-финансијске последице изласка Велике Британије из ЕУ	133
1.2. Криза у ЕУ и монетарни интервенционизам ЕЦБ	135
1.3. Криза јавних финансија у ЕУ	138
2. Институционална криза у ЕУ	143
2.1. Солидарна одговорност за јавни дуг и реформа Пакта о стабилности и расту	143
2.2. Европски фонд за финансијску стабилност и Европски стабилизациони механизам	147

ТРЕЋИ ДЕО: НЕСТАНДАРДНЕ МЕРЕ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ, МЕХАНИЗМИ НАДЗОРА БАНКАРСКОГ СЕКТОРА И МОНЕТАРНО-ФИСКАЛНЕ КОНТРОВЕРЗЕ У ФУНКЦИЈИ СТАБИЛНОСТИ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

I. МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА КАО ПРВИ СТУБ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕУ

1. Монетарна политика ЕЦБ	153
1.1. Трансмисиони механизам и стандардне мере монетарне политике ЕЦБ	153
1.2. Нестандардне мере монетарне политике ЕЦБ	155
2. Примена VAR методе у функцији тестирања ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике ЕЦБ	159
2.1. Теоријска спецификација VAR модела у мерењу ефикасности монетарне политике	159
2.2. Избор варијабли и развој VAR модела	164
2.2.1. Дескриптивна статистика	165
2.2.2. Утврђивање стационарности временских серија	166
2.2.3. Избор оптималне доцње у VAR моделу	169
2.2.4. Дијагностички тестови	171
2.2.5. Грангеров тест каузалности	172
2.2.6. Декомпозиција варијансе	173
2.2.7. Функција импулсивног одзива	174
2.3. Анализа резултата VAR модела	175

II. БАНКАРСКА УНИЈА КАО ДРУГИ СТУБ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕУ

1. Институционални и функционални аспекти супервизије банака у ЕУ	183
1.1. Финансијске кризе, институционално регулисање и надзор банака у ЕУ	183
1.2. Књига јединствених правила за регулисање пословања банака	188

1.3. Јачање капацитета финансијске супервизије у ЕУ	191
2. Институционална решења за осигурање депозита у Европској унији.....	196
3. Регулаторни оквири за реструктурирање банака	200
3.1. Планови опоравка институција са угроженом солвентношћу.....	205
3.2. Финансирање опоравка институција са угроженом солвентношћу: bail-out версус bail-in	211
III. ФИСКАЛНА УНИЈА КАО ТРЕЋИ СТУБ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕУ	218
1. Монетарно-фискална контроверза у ЕУ	218
1.1. Наднационални фокус монетарне и национални фокус фискалне политике..	218
1.2. Координација монетарне и фискалне политике у ЕУ	223
2. Фискална унија као фактор опстанка ЕУ	228
2.1. Раст буџетског дефицита и јавног дуга у земљама ЕУ	228
2.2. Потреба за централизацијом фискалне политике, нови фискални споразум и пакети мера	233
2.3. Нужност чвршће интеграције монетарне и фискалне политике у функцији стабилности финансијског система ЕУ	241
ЗАКЉУЧАК	256
ЛИТЕРАТУРА	269
БИОГРАФИЈА АУТОРА.....	278
ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ	
ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ ОБЛИКА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ	
ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ	

УВОДНА РАЗМАТРАЊА

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, све се чешће поставља као експлицитан циљ централне банке све већег броја земаља, а политика финансијске стабилности много више добија на значају у склопу укупне економске политике. Постизање и очување финансијске стабилности није нимало лак задатак и захтева концепирање одговарајућег регулаторног оквира који укључује 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.

У том смислу дефинишемо и **предмет** ове докторске дисертације кога чине различити аспекти преливања ефеката финансијске кризе из САД на економско и финансијско функционисање ЕУ и тиме условљено конституисање нове архитектуре финансијске стабилности.

Фокус је, пре свега, на мерењу ефикасности монетарне политике ЕЦБ (у даљем тексту: Европска централна банка), институционалној структури, преиспитивању конфликтно успостављеног односа монетарне и фискалне политике, а посебно на политици финансијске стабилности која функционише у условима јединствене монетарне политике и националних система за регулацију и супервизију банака. Банкарска унија, као градуалистички покушај чвршће интеграције на нивоу ЕУ, ефекти мера нестандартне монетарне политике, редефинисани услови фискалног управљања, системске супротности у макроекономској политици ЕУ, конструкцијска грешка у политици проширења, економски испит ЕУ у форми „грчке кризе“, као додатни изазов даљим проширењима и структурним прилагођавањима, као и платформа наступајућих подела у оквиру ЕУ, финансијска и економска фрагментација и криза заједничке валуте, обухваћени су оквиром разматрања и предмет су, такође, ове докторске дисертације.

Проблем из кога произилази дефинисање предмета ове докторске дисертације, као и сам оквир истраживања, је глобална финансијска криза која је обележила крај прве

деценије 21. века и утицала на институционализацију нове архитектуре финансијске стабилности у ЕУ. У том контексту, савремена светска финансијска криза, како се обично назива и испољава, карактерише се таквом дубином и сложеносћу у глобалним ефектима, какви до сада нису забележени у економској историји. Поставља се питање да ли је до кризе дошло намерно (дириговано САД), или је она резултат поремећаја у функционисању савременог неолибералног система? Померање фокуса са запослености на питање дефицита и дугова и страх од буџетског дефицита, произвео је тзв. фискалну штедњу и оштро смањање јавне потрошње. Тако се и политички дискурс пребацио са проблематике запослености на буџетски дефицит, иако не постоји сметња да дуг настави да расте све док не расте брже од укупног економског раста и раста инфлације. Глобална финансијска криза, коју данас препознајемо, произашла је из комбинације глобалне макроекономске неравнотеже и слабости у функционисању финансијских система у контексту прекомерно „лабаве“ монетарне политиком дакле обилне ликвидности и политике јефтиног новца те раста цена активе и финансијских иновација, уз слаб регулаторни оквир и слабу, готово никакву контролу финансијског сектора, посебно тржишта капитала. Финансијска криза је, на послетку, указала и на озбиљне слабости у функционисању ЕМУ (у даљем тексту: Европска монетарна унија). Ако пођемо од опште теоријске претпоставке да монетарна унија, као највећи степен економске интеграције, уз оптимално валутно подручје, може постићи пуну запосленост, ниску инфлацију и равнотежу платног биланса, назначавачемо да ипак у валутној области, свако смањење буџетског дефицита и јавног дуга не може бити лако и брзо. Ограничен фискални капацитет и нефлексибилност фискалне политике онемогућили су правовремени и адекватан одговор ЕУ на глобалну финансијску кризу. Додатно ограничење је било и непостојање јединствене политике финансијске стабилности на нивоу ЕУ, у контексту њених неизоставних елемената: регулације и супервизије, осигурања депозита и политике реструктурирања и изласка банака из система. Имајући у виду већи степен економске интеграције на нивоу ЕУ, у раду је посебно акцентована анализа постојеће политичке интеграције и регулаторног оквира за очување финансијске стабилности у правцу њиховог унапређења и јачања фискалног капацитета ЕУ.

Зато је **основни циљ** истраживања у овом раду анализирати оквире и ефикасност функционисања еврозоне, нестандартну монетарну политику ЕЦБ, механизме за успостављање банкарског надзора и супервизије, стабилност банкарског сектора држава чла-

ница ЕУ, однос монетарне понуде и фискалног управљања и остале елементе нове архитектуре финансијске стабилности, као и њихове међусобне интеракције у смислу компатибилности и координације.

С обзиром на комплексност функционисања финансијске инфраструктуре ЕУ, настале као одговор на финансијску кризу, као и конфликта насталих у оквиру појединих елемената инфраструктуре, из основног циља изведени су следећи **подциљеви**: Анализирати ефикасност каматног канала у условима пре, за време и после кризе, и у том смислу конзистентност трансмисионог механизма; Анализирати домете и ефекте нестандардне монетарне политике, функционални однос монетарне и фискалне политике и преиспитати будуће сегменте макроекономске политике ЕУ; Истражити факторе који доводе до подељености унутар еврозоне, као и бројне супротности у економском и финансијском функционисању еврозоне; Сагледати контроверзе оптималног валутног подручја и цену опстанка заједничке валуте; Оценити ефикасност постојеће институционалне структуре за очување финансијске стабилности; Сагледати утицај финансијске кризе на институционализацију нове архитектуре финансијске стабилности ЕУ; Анализирати домете механизма за банкарски надзор ЕЦБ; Сагледати која су ограничења, а тиме и опасности, успостављања Банкарске уније, као и могућности функционисања монетарне и банкарске уније без фискалне уније; Проценити могуће успостављање трећег стуба интеграције – фискалне уније; Размотрити будућа сценарија опстанка Европске уније и начине изласка из кризе заједничке валуте.

Истраживање у овом раду, детерминисано предметом и циљем истраживања, темељи се на следећим хипотезама:

1. Канал каматне стопе показао се неефикасним трансмисионим механизмом ЕЦБ за време и након финансијске кризе.
2. Централна банка нестандардним мерама монетарне политике повољно утиче на ликвидност банкарског сектора, али и на инфлациона очекивања.
3. Садашња архитектура финансијске стабилности, у контексту примене нестандардних мера монетарне политике и хармонизације банкарских прописа, у дугом року није гарант финансијске стабилности, што условљава увођење новог стуба ЕУ интеграције – фискалне уније.

Ради тестирања дефинисаних хипотеза, а у складу са постављеним циљевима истраживања, у раду је коришћено неколико научних метода: метод анализе и синтезе, метод индукције и дедукције, VAR метод (векторска ауторегресија), деск истраживање и компаративна метода, а за потребе графичког приказивања одређеног проблема у економском и финансијском функционисању ЕУ и статистичке методе корелације и панел регресије.

Применом *аналитичког метода* утврдиће се место и улога елемената архитектуре финансијске стабилности у контексту очувања финансијске стабилности ЕУ, а *методом дескрипције* указати на њихове специфичности. У циљу верификације прве хипотезе користиће се **VAR метод (векторска ауторегресија)**. Овај метод је погодан за праћење динамичких односа између варијабли, при чему се свака променљива моделира према сопственим претходним вредностима, као и претходним вредностима осталих променљивих у моделу. Уобичајена пракса у VAR анализи је: израда Granger теста, импулсни одзив и декомпозиција варијансе. Granger тест каузалности спроводи се како би се установило да ли прошле вредности једне варијабле помажу у предвиђању друге варијабле. Импулсни одзив треба да укаже на ефекат који случајни шок на једну променљиву има на све променљиве (варијабле) у моделу, док декомпозиција варијансе даје информације о пропорцији кретања зависне варијабле која се може приписати ендегеним шоковима, наспрам пропорције њеног кретања која се може приписати шоковима у другим варијаблама. Резултати добијени анализом VAR модела основа су за разумевање и истраживање међусобне зависности у скупу економских варијабли, те дефинисање структурних економетријских модела. У VAR анализи ове докторске дисертације биће укључене 4 варијабле, и то: индекс индустријске производње, индекс потрошачких цена и промене каматне стопе ЕОНИА и месечног Еурибора. Анализом је обухваћен период од 2004. до 2018. године. VAR моделом испитујемо ефикасност канала каматне стопе као трансмисионог механизма монетарне политике на реални сектор у два подпериода: период пре кризе (2004-2009.) и период након избијања кризе (2009-2018.), *time lag* и јачину ефеката у кратком и дугом року, те потребу за применом нестандартних мера монетарне политике ЕЦБ (квантитативна попуштања, негативне каматне стопе). **Деск истраживање и компаративну методу** користићемо за испитивање Хипотезе 2. Намера је да се анализом монетарних агрегата (биланс ЕЦБ), сагледа утицај примене нестандартних мера на ликвидност банкарског сектора, а тиме и финансијску стабилност. Полази се од претпоставке да је овај утицај позитиван, те да се монетарна политика ЕЦБ

јавља као амортизер шока у случају финансијских тензија. **Метод индукције и дедуције**, као и методу **анализе и синтезе** користићемо за тестирања Хипотезе 3, а у оквиру постојећих и ранијих теоријских и практичних реконсидерација, на пољу координације монетарне и фискалне политике. Одређене феномене, ситуације и тенденције у наративном делу истраживања приказаћемо **колерационим методама и панел регресијом**.

Структуру докторске дисертације чине три дела са укупно седам поглавља.

Први део дисертације под називом „ГЛОБАЛНА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ФИНАНСИЈСКА СТАБИЛНОСТ“, чине два поглавља, и то: *„Глобална финансијска криза и финансијски токови“* и *„Финансијска стабилност: функционални значај и домети“*. Наведени део рада има уводни карактер, у намери да укаже на комплексност и дубину глобалне финансијске кризе, нове геофинансијске односе у свету, ефекте финансијске глобализације и либерализације на финансијску стабилност.

Диверзификација и константан раст финансијских трансакција имали су за исход не само убрзани привредни раст, већ и повећан ризик од избијања међународних финансијских криза. Дерегулација банкарства, која је произвела шпекулативне мехуре у алокацији кредита на тржишту некретнина и фискална политика смањења личних и корпоративних пореза (ради подстицаја инвестиција), променили су и мисију централне банке, која је поред фокуса на макроекономску стабилност, на листу својих циљева додала и бригу о очувању финансијске стабилности. С тим у вези, овај део дисертације настоји да сагледа узрочно-последичне односе између финансијске глобализације, глобалне финансијске кризе и финансијске стабилности. У том смислу, финансијска стабилност биће сагледана са аспекта њеног појмовног дефинисања, значаја и мерења. Посебан акценат биће дат политикама за управљање системским ризиком, а нарочито пруденцијалној, монетарној и фискалној политици, као и улози међународних финансијских институција у управљању системским ризиком. Овај део рада закључићемо сагледавањем комплексности управљања финансијском стабилношћу у сложенијим финансијским системима, какве су Сједињене Америчке државе (у даљем тексту САД) и ЕУ.

Други део „ИНСТИТУЦИОНАЛНА КРИЗА И ИЗАЗОВИ ПОЛИТИКЕ ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ“ чине два поглавља:

„Политика финансијске стабилности ЕУ“ и „Финансијска криза и институционални оквир за очување финансијске стабилности у ЕУ“.

У овом делу рада најпре ће бити дат приказ економске историје ЕУ, у смислу њеног настанка и развоја, као и различитих аспеката њеног функционисања (економски, фискални, монетарни). Посебна пажња у овом делу дисертације биће посвећена оцени институционалног оквира за очување финансијске стабилности ЕУ у амбијенту глобалне финансијске кризе. Сложеност финансијског система ЕУ, у коме ЕЦБ има наднационални ауторитет у спровођењу монетарне политике, а ограничени капацитет када је у питању регулација и супервизија, утицали су да се у овом делу дисертације посебна пажња посвети улози ЕЦБ и националних регулатора у очувању финансијске стабилности. Имајући у виду чињеницу да се у земљама које користе заједничку валуту „евро“ осећа различит обим и интензитет кризе, као и да су ресурси тих земаља за сузбијање кризе различити, не постоји релација између обима потребних средстава за савладавање кризе и расположивих ресурса за прибављање тих средстава за сваку земљу понаособ. Из оваквог приступа следе докази у прилог исправности хипотезе да је сâм амбијент и начин на који функционише економско-финансијска политика ЕУ битно утицао на домете те политике, те у основи утемељењу, целовитости и одрживости „пројекта ЕУ“. Неадекватан институционални оквир за очување финансијске стабилности у ЕУ, условио је да ЕЦБ прибегне увођењу нестандардних мера монетарне политике.

Последњи део дисертације под називом **„НЕСТАНДАРДНЕ МЕРЕ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ, МЕХАНИЗМИ НАДЗОРА БАНКАРСКОГ СЕКТОРА И МОНЕТАРНО-ФИСКАЛНЕ КОНТРОВЕРЗЕ У ФУНКЦИЈИ СТАБИЛНОСТИ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ“** чине три поглавља: *„Монетарна политика као први стуб интеграције ЕУ“*, *„Банкарска унија као други стуб интеграције ЕУ“* и *„Фискална унија као трећи стуб интеграције ЕУ“*.

Амбиција евра је била увођење већег просперитета у Европу, што, заузврат, промовише економску и политичку интеграцију. Данас се чини да је евро, који је требало да буде средство за постизање циља, постао сам себи циљ, при чему потрага за њим представља можда и најважнију претњу европском пројекту. Као одговор на поновљену кризу, Европа је начинила реформе, али оне су биле премале и прекасне. Неке би могле заправо бити контрапродуктивне, те би уз систем заједничког надзора, а без одговарајуће осетљивости на локалне макро услове и без заједничког осигурања депозита, заправо

само погоршало разлике. Да би систем јединствене валуте функционисао, мора постојати више Европе, више солидарности, више воље јачих земаља да помогну слабијим, више спремности за стварање институција попут заједничког осигурања депозита и заједничког фонда за реструктурирање банкарског сектора. У крајњем случају, монетарна унија и јединствена политика финансијске стабилности не могу да функционишу ако не постоји јединствена фискална политика. Међутим, поставља се питање да ли је могуће оптимизирати однос монетарне/фискалне/банкарске уније ако се државе чланице међусобно разликују по пореским системима, нивоима јавног дуга, буџетског дефицита, стопама привредног раста, пер-капита дохотка, структури јавних прихода и јавних расхода, стопама инфлације, каматним стопама, итд. Даље, поставља се питање, да ли су зацртани оквири уистину довољни, да ли банкарска унија, концептуално осмишљена, заиста представља банкарску интеграцију и да ли ће и даље присутан однос „централизовано-заједничко“ и „суверено-национално“ у финансијској архитектури ЕУ, коришћење принципа у имплементацији Базел III споразума „једна мера за све“, необухватање свих типова банака, сукоб емисионе и надзорне улоге ЕЦБ, бити структурни конфликт у постизању жељене финансијске стабилизације.

П Р В И Д Е О

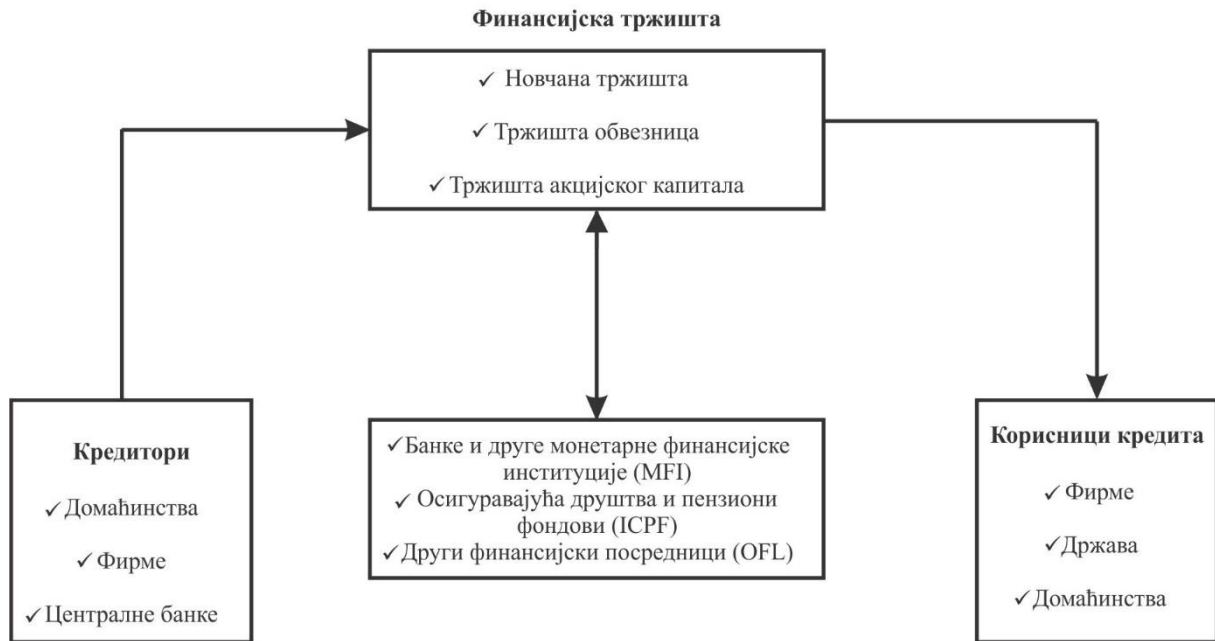
**ГЛОБАЛНА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА
И ФИНАНСИЈСКА СТАБИЛНОСТ**

I ГЛОБАЛНА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ФИНАНСИЈСКИ ТОКОВИ

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 субординаности учесника финансијског система државном интервенцијом. У питању су макроекономске 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).



Слика 1. Приказ функционалне структуре финансијског система

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

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 оквири-ма, 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 платнобилансне 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 промтни 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 лепезу 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 активне 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 информационих 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. Фондмент 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 тако звана 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 трансанационализације 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 штедње 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 иностраном конкуренцијом, повећавајући на тај начин ниво едукације и зна-

ња, 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 зајмодаваца, 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 теориј-

ским 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 пост-емисионим 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 супра-националних института и чвршћих функција (Ристић, 2018; Чаушевић, 2004; Beck et al. 2016).

Трансформација ММФ од првобитног девизно-курсног 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 хипер-регулације, тзв. финансијске репресије, укључујући и *Breton Woods* аранжман. Слабости и критике хипер-регулације 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 (Џелетовић, 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).

2. Комплексност савремене финансијске кризе

2.1. Узроци и дубина финансијске кризе

Неодржива глобална макроекономска неравнотежа, као и слабости у структури функционисања финансијског система, на видело дана изнели су монетарну кризу која се одразила у читавом свету. Концепција ове кризе огледала се кроз превише лабаву монетарну политику, обилну ликвидност и јефтин новац, док је раст цена активе, као и раст финансијских иновација и глобализације, пратио слаб регулаторни оквир и готово никаква контрола финансијског сектора, нарочито тржишта капитала. Основни проблем на страни активе банака представљале су лоше хартије од вредности које се нису могле продавати, јер је њихова вредност била апсолутно непозната, а биланс стања изузетно проблематичан (Ристић, 2017, 2018). На тржишту су се појавили и други нови финансијски производи попут дизајнирани у намери да буду адаптивни околностима времена, као и тржиштима на којима се њима тргује. Примарно коришћене стратегије које су се служиле овим финансијским производима приступале су ефикасном механизму за редистрибуцију ризика, али и услед тенденција за заобилажењем регулације и проналажења тзв. рупа у законима. Концепт нових финансија имао је важне импликације на финансијска тржишта и манифестовао се кроз различите користи за еминенте, зајмотражиоце, инвеститоре, једном речју, на читав финансијски систем. Даљи развој ових иновација, поред слабог регулаторног оквира, упућивао је на неефикасну алокацију ресурса и упадања у замку великих ризика. Повећању диверзификације ризика значајно доприносе финансијске иновације, али на другој страни оне могу угрозити стечену финансијску стабилност. По питању каматног и ризика девизог курса, финансијске иновације подстичу финансијску кризу, по чему су биле познате нарочито седамдесете године XX века, а након периода тзв. „нафтних шокова“ (Митровић, 2013).

И данас веома скупо плаћамо кризу коју је произвела банкарска делатност, дуго година заснивану искључиво на поверењу, узајамној одговорности и транспарентности. У годинама које су претходиле кризи, банкарски су се променили до непрепознатљивости, агресивно ширећи своју делатност и на друге активности, што је у неким случајевима подразумевало активности историјски повезане са инвестиционим банкарством. Конкурентни и дерегулисани тржишни амбијент био је погодно тло за функционисање банака које преузимају растуће и комплексне ризике пословања. Управљање ризицима, недовољно стручно вођеним од стране банкарских менаџера, изазвало је појаву проблематичних банака и самим тим настанка банкарских криза. Једно је сигурно, у савременом

окружењу кризе банака су саставни део банкарских окружења, које се може представити као комплексно, динамично, хетерогено и непредвидиво. Негативни ефекти по привреду у целини, као и банкротства појединих банака, захтевају благовремено успостављање адекватних регулаторних оквира и свакако предузимање интервенционистичких мера решавања таквих проблема. Проблем управљања банкарским кризама присутан је годинама уназад, како у стручној домаћој, тако и у страниј литератури, а актуализован је појавом глобалне сабпрајм кризе (Митровић, 2013).

Финансијска теорија која је у то време доминирала, историјски гледано, произашла је из теорије о ефикасним тржиштима. Ова теорија прокламује да су финансијска тржишта веома ефикасан механизам одређивања цене финансијске имовине, уз претпоставку стабилног и развијеног институционалног и правног оквира, који ће омогућити доступност свим важним информацијама за правилно вредновање имовине. Криза, која је прерасла у глобалну финансијску кризу, своје узроке још увек може пронаћи у периоду експанзивног раста који се одиграо у интервалу од 2003-2007. године. Тај период карактерише суфицит текућег рачуна платног биланса земаља у развоју, које су остваривале више стопе штедње него што су то имале инвестиције, што је додатно омогућавало пласман вишкова домаће штедње у развијене земље (Чаушевић, 2015).

Кина, као једна од најбрже растућих земаља у развоју, највећи део своје штедње је пласирала у САД, а сличан сценарио одигран је и са земљама произвођачима нафте, које су вишкове од извоза пласирале путем инвестиционих фондова. Исто тако, у земљама у развоју приметан је изузетно низак степен финансијског посредовања. Штедише из земаља у развоју имале су аверзију према ризику и биле су спремне за улагање у сигурније послове уз мање приносе. На тај начин ове земље су се опредељивале за инвестиције најпре у САД, за које се сматрало да су мање ризиканте. Овакви финансијски шокови који су се са тржишта капитала пренели на реални сектор, неусаглашеност процене промена у билансима стања и промена цена имовине, као и целокупна свест о опасности стварања и пуцања финансијских балона, били су довољни индикатори за индукцију финансијске кризе.

У септембру 2008. године, пет највећих инвестиционих банака САД су у својим званичним билансима показале да су добро капитализоване и да су њихови просечни капитали у односу на ризиком пондерисану активу били 6,2%. Након тога, када су скоро сви фондови тржишта новца активирали гаранције за наплату комерцијалних папира

инвестиционих банака које су поседовали у својим портфолијима, банке су биле приморане да аутоматски пренесу све своје обавезе по издатим гаранцијама из ванбилансне у билансне ставке. Прекасна реакција централних банака испоставила се само као један од низа проблема који су затим уследили и изазвали финансијски колапс. У ценама имовине одигране су енормне промене, импулс са тржишта некретнина у индексима цена није био обухваћен, баш као ни финансијска дерегулација тржишта дериватним инструментима, а све на основу Базела II (De Grave, 2011, Чаушевић, 2015).

Након застоја, економији обично прве прискачу у помоћ централне банке, што је и учињено приликом рецесије у САД и ЕУ, реагујући аутоматски смањењем каматних стопа. С обзиром на то да су краткорочне каматне стопе биле близу нуле и да је свака могућност даљег спуштања била апсолутно немогућа, владин експлицитни потез усмерен је на фискалне стимулансе, привременим повећањем јавне потрошње или смањења пореза, како би подстакла укупну потрошњу и отворила нова радна места. Актуелни тадашњи амерички председник је по хитном поступку увео фискални пакет за спасавање финансијског сектора у износу од 700 милијарди долара, а ФЕД је повећао монетарну понуду за приближно 125%, што се од Велике кризе, 1929. године још никада није догодило. Кроз узрочно-последичне односе у условима кризе указује се потреба за истицањем и спецификацијом последица, кроз форму аналитике финансијског система ЕУ, која ће на даље бити предмет анализе, дискусије и елаборације у свим наредним поглављима ове докторске дисертације.

И док је читав финансијски систем САД био захваћен кризом, а огроман број тржишних учесника бележио губитке, криза се спонтано проширила и на друге делове света, а на удару кризе најпре су се наша тржишта са европског и азијског континента, услед огромног броја инвеститора из ових делова света на тржишту новца и капитала САД. Лоша актива убрзо је заразила, а затим и довела до банкротства банака из Немачке, Француске, Италије, Велике Британије, али и осталих банака широм Европе (Rodríguez, 2014).

Експониране америчким ризичним хипотекарним зајмовима, европске банке су бележиле огромне губитке. Слична дешавања на тржишту ЕУ сејала су страх, који је сваки даном растао и утицао на повећање међубанкарских каматних стопа, јер су банке нерадо једне другима позајмљивале новац. Насупрот томе, банке и остали инвеститори пронашли су начин да улажу у вишак слободних средстава и у државне обвезнице, као и

остале финансијске инструменте које су са собом носиле низак ризик, али и низак принос. Оваква ситуација сатерала је уза зид европске земље и подстакла их на заједничке мере како би се спречило ширење кризе. У октобру 2008. године лидери петнаест европских земаља и Владе Велике Британије састали су се у вези заједничке стратегије која ће омогућити излазак из кризе. ЕУ, која има важне финансијске институције попут Европске централне банке, схвата да је њен огроман недостатак непостојање европске владе која би доносила брзе одлуке, а које би биле обавезујуће за све државе чланице. Актуелним законодавним решењем свакој држави је дозвољено да индивидуално осмишљава мере за превазилажење кризе, при чему се земље чланице не морају међусобно усаглашавати. Како је време одмицало, уочаване су све озбиљније реперкусије глобалне кризе, те су лидери најразвијенијих земаља морали да реагују по хитном поступку. ЕЦБ, централне банке Шведске, Британије и Швајцарске започеле су са снижавањем својих референтних каматних стопа (Du Plessis, 2010).

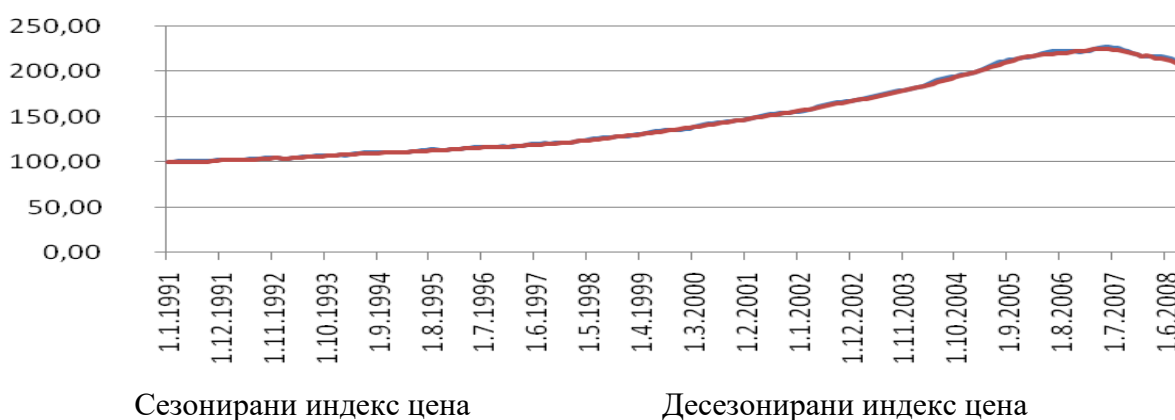
Одрживост већине банака доведена је у питање слабљењем тржишта и падом цена обвезница, па чак и земаља које нису биле под директним притиском. Тако су банкарски спред-ови премашили врхунац из времена пропасти Lehman Brothersa, а међубанкарско тржиште је доживело слом. Извесност да ће кредитна криза ескалирати скоро да је била опипљива, те је у том контексту било неопходно осигурати како дугорочну, тако и краткорочну ликвидност. Снижавање стопе обавезне резерве такође је давало значајна средства на располагање, али без обзира на све поменуте мере средину 2012. године обележила су погоршања приликом финансирања домаћинстава и предузећа, па је тако отежана и способност кредитирања од стране банака услед тензија на тржишту обвезница. Након тога ЕЦБ 6. септембра 2012. интервенише на секундарним тржиштима државних обвезница инструментом непосредне монетарне трансакције. Оваквим потезом ЕЦБ је заправо претендовала решавању поремећаја на тржиштима државних обвезница због страха у вези са реверзибилношћу евра. С обзиром на то да спроведене мере ЕЦБ не могу саме поправити трансмисиони механизам монетарне политике, све наде су полагане у реакцију влада, односно њених ставова по питању доприноса стабилизацији, који су укључивали нове фискалне политике и структурне реформе (Trichet, 2012).

Ако се опет осврнемо на последњу финансијску кризу, у циљу даље анализе њених дубине и комплексности а чије негативно дејство и даље траје, неумитно се намеће

потреба анализе кризе хипотекарних сабпрајм¹ кредита. У питању су нижеразредни хипотекарни уговори лошијег рејтинга, који су изазвали огромне проблеме својом прогресивном каматном стопом, што се одражавало кроз износе који су врло често премашивали цену некретнине. Имајући у виду да је за такву врсту кредита једини гарант била сама некретнина, створена је могућност да свако може да позајмљује све више износе, све док су цене некретнина расле. Овакав систем за банке није подразумевао никакав ризик. Два најважнија сектора, сектор некретнина и финансијске услуге у то време чинили су 40% раста приватног сектора САД (Степановић-Петрач, 2008).

По питању раста цена некретнина у периоду од јануара 2005. до јуна 2007. године забележен је њихов најзначајнији раст, када су цене некретнина скочиле за 30%, а сезонирани цене за 26%. Након тога започео је нагли тренд пада цена некретнина, што је тржишним учесницима омогућило да остваре веома велике зараде у веома кратком року.

Наредни графикон приказује кретање цена некретнина на тржишту САД.



Графикон 1. Базни месечни индекс кретања десезонираних и сезонираних цена некретнина на тржишту САД у периоду 01.01.1991.-01.11.2008. године.

Извор: *Office of federal housing enterprise oversight monthly prices indexes:*

http://www.ofheo.gov/hpi_download.aspx (датум приступа: 30.07.2019.).

Јануар 1991. године узет је као базни месец, па се раст цена у осталим месецима у посматраном периоду пореди са базним месецом. Постоје незнатне разлике између сезонираних и десезонираних цена. Приметан је константан раст сезонираних и десе-

¹ Субпрајм кредитирање, у говору Ben Bernanke (FED), на годишњој скупштини National Community Reinvestment Coalition, Вашингтон, 14. Март, 2008.; „Подуцтање одрживог кућевласништва“.

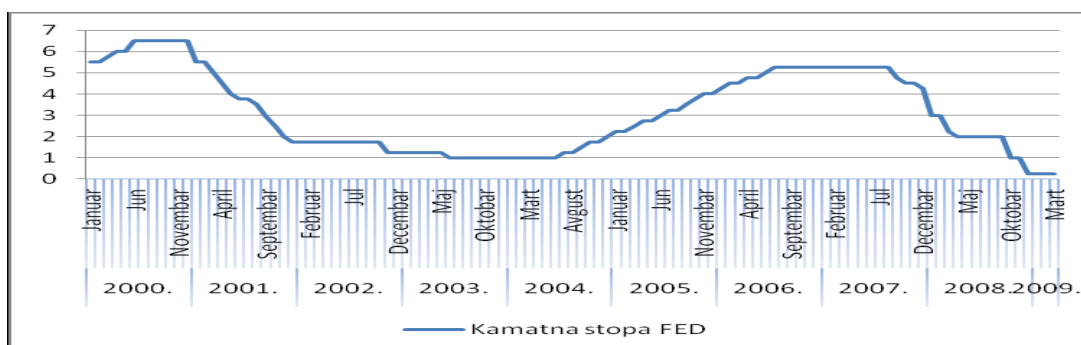
зонираних цена некретнина све до јуна 2007. године, када се тренд раста нагло зауставља. У периоду од 01.01.1991. године до 01.06.2007. године десезониране цене некретнина порасле су у просеку за 126 одсто, док су сезониране цене порасле за 124 одсто. Најзначајнији раст цена некретнина забележен је у периоду од јануара 2005. до јуна 2007. године када су десезониране цене некретнина порасле за 30 одсто, а сезониране цене за 26 одсто. Након јуна 2007. године наступио је нагли тренд пада цена некретнина. Услед израженог тренда раста цена некретнина тржишним учесницима омогућено је да остваре велике зараде у кратком року, што је у све већој мери привлачило на тржиште некретнина шпекуланте и велике институционалне инвеститоре попут великих банака, инвестиционих фондова, пензионих фондова, осигуравајућих компанија, хец фондова итд. (Степановић-Петрач, 2008).

Поједине велике инвестиционе банке са изванредним рејтинзима у вртлогу ових дешавања једноставно су пропале или се спојиле са другим институцијама. Поједине банке су продате јачим банкама или су се преобразиле у комерцијалне банке. Тако је криза са кредитног тржишта проширила своје деловање на глобални ниво. Сваки лош зајам доводио би до краха њихове банке. Тако је криза солвентности средином септембра ескалирала до потпуне експлозије која се одиграла након пропаста Lehman Brothers-а. На страни активе банака налазиле су се тзв. токсичне хартије од вредности (ХоВ) које није било могуће продати, јер је њихова вредност била непозната са две променљиве, а биланс стања без кредибилитета. Продајом оваквих токсичних хартија у времену несолвентности, повећала би се несолвентност и других институција. Банке су плаћале токсичне активе, попут хартија обезбеђених хипотеком, издавањем комерцијалног папира. На тај начин на сцени се одиграла игра краткорочног задуживања и дугорочног позајмљивања. Да Федералне Резерве нису куповале комерцијални папир директно од безнадежних институција број банкарских крахова био би далеко већи. Овакав начин продаје ХоВ снабдевао је банке новцем које су могле да користе за одобравање нових кредита, а преферирали су их инвеститори, проценивши их као релативно поуздана улагања, сигурна макар колико државне ХоВ. Цене некретнина су и даље расле, али када су достигле свој лимит, кренуло је поновно опадање, поштравање кредитних услова, а у поседу банака освануле су некретнине са вредношћу која не покрива ни ниво основног дуга.

Према Степановић-Петрач (2008), врло брзо секјуритизација се нашла на пијадесталу, услед рентибилности која се у старту обећава купцима оваквих хартија од вредности. Све институционалне штедише света окренуте су према овим секјуритизованим

производима. Када говоримо о секјуритизацији немогуће је не осврнути се и на финансијске деривате. Реч је заправо о финансијским инструментима који су се појавили како би осигурали од ризика флукуације вредности, односно прикривене активе, које подразумевају акције, обвезнице, зајмове, па чак и каматне стопе, које се такође секјуритизују. Деривати су од велике користи за осигуравање токова штедње и њихова вредност произилази из вредности активе од које и зависе. Овакве секјуритизоване и/или деривативне производе, који обећавају велику добит, инвестиционе банке (Bear Stearns, Merrill Lynch, Citigroup, Lehman Brothers, AIG) и хец фондови затим препродају, заједно са осталим финансијским производима свим светским финансијским установама које не могу да дочекају да извуку добит, али и да саме започну са стварањем таквих производа којима више нико не може да открије порекло. Процесом пирамиде верификована је хипотеза Минског да продужени период стабилности неизоставно води ка нестабилности, док са друге стране, обрнута пирамида указује да систем не може дуго да опстане.

Из тог разлога глобална економска криза се и дефинише као резултат слома хипотекарних кредита у САД, изазваног дебалансом банкарског система и финансијског тржишта. Све кризе које су погађале економију САД и света, пратио је ФЕД, који је често био приморан да интервенише пружањем помоћи банкарском сектору позајмицама депозитно-кредитним институцијама. Обим оваквих интервенција свакако је зависио од дубине кризе којом је финансијски систем био захваћен, баш као и целокупна економија САД. Слом америчких банака који се глобализацијом проширио и на остале светске банке посматран је на тај начин што банке појавом неликвидности нису више биле у могућности да наплате доспеле рате корисницима њихових кредита. Са овом немогућношћу, америчке банке су постале аутоматски неликвидне, те нису могле да плате своје хартије од вредности у моментима доспећа. Осврнемо ли се на све раније кризе схватамо да је свака одиграна криза потврђивала тренутак у коме се на тржиштима појављује масован број улагача (Степановић-Петрач, 2008). Расту цена некретнина су доста допринеле и америчке Федералне резерве (ФЕД) које су водиле експанзивну монетарну политику. Политика ниских каматних стопа која је вођена у периоду од 2001. до половине 2005. године, довела је до тога да се јефтин капитал пласира у дугорочне и капитално интензивне пројекте какве су некретнине.



Графикон 2. Приказ кретања референтне каматне стопе ФЕД у периоду јануар 2000. - март 2009. године

Извор: www.tradingeconomics.com, приступљено 28.08.2019.

Како би дуговања домаћинстава и предузећа била иоле прихватљива, ФЕД је 2001. године смањио каматну стопу. Од друге половине 2005. до пред крај 2007. године ФЕД је водио рестриктивну монетарну политику која се огледала кроз подизање нивоа референтне каматне стопе. Од краја 2007. године, суочен са све озбиљнијом кризом, ФЕД је био приморан да релаксира монетарну политику спуштањем референтне каматне стопе у циљу ублажавања ефеката настале кризе. Мере ФЕД усмерене су ка смањивању трошкова задуживања и побољшању ликвидности економије САД, чија је пракса евидентна и у монетарној политици ЕЦБ. Мерење и анализа ефеката такве политике је предмет истраживања у трећем делу ове докторске дисертације.

2.2. Хеџинг трансакције и криза хипотекарног тржишта

Савремену глобализацију финансијских тржишта прате структурне и финансијске кризе. Концепт савременог финансијског тржишта почива на основама слободног кретања капитала. Као продукт глобализације у овим околностима у потпуности и сасвим очекивано, настао је широк спектар нових финансијских инструмената, који служе протекцији од финансијских ризика. Савремена глобализација, међутим, има и своје недостатке, као и опасности по националне економије, јер се жаришта на финансијским тржиштима муњевито преносе и погађају све тржишне учеснике. У данашње време готово да

не постоји ниједно регионално финансијско тржиште које је у потпуности имуно на избијање финансијске кризе, а узрок лежи у међусобној повезаности финансијских тржишта. Већина студија које се тренутно баве истраживањем узрока поремећаја на светском финансијском тржишту и појави глобалне аверзије ка ризику износе став, да је тржиште финансијских деривата допринело појави глобалне финансијске кризе која је отпочела још 2007. године, а затим је интензивирана током 2008. године, када је уследио колапс на финансијским тржиштима широм света. Објашњење узрока ове кризе, као и наставак структурних поремећаја на нивоу појединачних економија, открива се у последицама преношења ефеката кризе, која је настала у Сједињеним Америчким Државама, услед кризе тржишта хипотекарних кредита на друга развијена финансијска тржишта у свету, а због повезаности на глобалном нивоу (Стојанов et al. 2014).

У великој мери ширењу кризе свакако су допринели и финансијски деривати. Из тог разлога се и одређен број економских аналитичара и аутора бројних радова на тему деривата изјашњава, да се према дериватима треба одредити веома рестриктивно, наводећи да су они главни разлог финансијске кризе и поремећаја на финансијским тржиштима у свету. У сврху овог рада, а након спроведене анализе, није могуће прихватити став да су финансијски деривати искључиви узрочници кризе, јер их поједине земље уопште и не користе, а ипак се суочавају са озбиљним структуралним потешкоћама. Чињеница која иде у прилог овој тези указује на то да су и транзиционе земље, које немају развијено тржиште деривата и које нису у већој мери изложене дешавањима на глобалном финансијском тржишту, такође биле погођене финансијском кризом. То су земље које карактерише недовољно развијено девизно тржиште, што у највећој мери погађа реалну економију, јер су у оваквим условима компаније изложене већим трошковима пословања. Наиме, обезбеђење потребног нивоа девизне ликвидности условљено је развијеношћу девизног тржишта и финансијских инструмената који се могу употребити у одређеном тренутку, уз минималне трошкове, што није случај са неразвијеним економијама. Земље у успону (енг. *emerging economies*), у којима је тржиште деривата развијеније, такође се суочавају са озбиљним финансијским проблемима, проузрокованим недостатком ликвидности услед губитака насталих обезвређивањем издатих финансијских инструмената. Системске и у већини случајева дужничке финансијске кризе, карактерише одсуство економског рационализма. Реч је о акумулацији економских диспропорција према регионима и земљама, те се услед тога са њима није лако изборити и веома тешко се превазилазе. Важно је истаћи да тржиште само по себи треба да

регулише начин остваривања и задовољавања појединачних интереса тржишних учесника (Стојанов et al. 2014, Лакић, 2009, Живковић et al. 2019).

Међутим, у условима глобалних поремећаја, тржишни механизми приказују се као недовољно ефикасни за решавање нагомиланих системских диспропорција, због чега улога државе у решавању системских криза све више добија на значају. Монетарне институције најразвијенијих економија, попут Федералних резерви, Европске централне банке, Банке Јапана, као и многих других централних банака, прибегавају примени неконвенционалних мера монетарне политике, у намери да подстакну привредну активност. Неспорно је да дериватне трансакције нису искључиви узрочници финансијских криза, али су дакако утицале на њено продубљивање на тржиштима. Међународно пословно финансирање, наиме, захтева употребу савремених финансијских стратегија и технологију за пренос података и знања у овој области, што је условило и појаву нових, савремених облика финансијских инструмената, посебно на пољу деривата. Овоме је допринела и нагла либерализација финансијских тржишта, која је утицала на формирање организованих тржишта валутних деривата (берзи), поготово фјучерса и опција, али и на појаву већег броја шпекулација на тржиштима, употребом најиновативнијих облика финансијских инструмената намењених заштити од растућих финансијских ризика (Стојанов et al. 2014).

Отпочело је коришћење деривата за хедџинг финансијских позиција од стране банака, других финансијских институција и глобалних инвеститора, са циљем управљања ризицима у пословању. Пошто су се тржишта деривата развијала и расла много брже него остала тржишта, њихова функција је све више попримала обележја инструмената која се претежно користе у служби повећања профита. Широм света најзначајнији учесници на финансијским тржиштима додатно су унапредили своје конкурентске позиције, јер су коришћењем деривата рапидно смањили улагања у конвенционалне финансијске инструменте и на тај начин смањили трансакционе трошкове и остварили значајне зараде. Учесницима на тржишту свакако је помогла либерална пореска политика, омогућавајући релакс од пореских намета у дериватним трансакцијама са иностранством, док се у случају банака нису примењивали строги захтеви централних банака у погледу обавезних резерви. Све наведено допринело је ремећењу стабилности на финансијским тржиштима у свету, те је започет процес њиховог одвајања од реалног сектора. Када су у питању деривати, а на основу наведених чињеница, може се закључити да се механизми

ублажавања насталих финансијских дисбаланса на финансијским тржиштима могу пронаћи у контексту враћања основне улоге коју ови инструменти треба да имају, а то је заштита од финансијских ризика (хедџинг) и ограничавање њихове спекулативне функције. Нарочито не треба игнорисати ране знаке упозорења који се, по правилу, увек јављају пре избијања финансијских криза.

Лакић (2009) истражује и наводи да се финансијски деривати у свету већ дуже време препознају као инструменти за управљање ризицима, али и као веома ефикасни за заштиту од финансијских ризика. У процесу управљања ризиком употреба финансијских деривата препозната је у пракси још у 18. веку на робном тржишту фјучерса. Употреба деривата у свом повоју најпре се односила само на замену једне позиције другом, са циљем смањења ризика од промене цене робе. Нешто касније долази до развитка заштите инструмената од опадања вредности стране валуте у којој се врши плаћање. Највећи извозници који су били изложени валутном ризику, односно ризику стране валуте, су на тај начин, како би осигурали вредност своје наплате у вредности која је важила на дан закључења спољнотрговинског посла, уговарали финансијски дериват (форвард, фјучерс или опцију), који би их штитио од изложености валутном ризику. Пољопривредни произвођачи, у намери да гарантују цену својих производа на тржишту које ће произвести у будућем периоду, отпочели су са све већим коришћењем робних деривата, који ће их заштитити од будућег раста цене на тржишту, а која се формира на основу понуде и потражње. Инвестиционе компаније и фондови, који улажу у хартије од вредности које чине њихове портфолије, имају задатак да своја улагања заштите, те тако уговарају финансијске деривате који ће бити једна врста осигурања вредности портфолија хартија од вредности. Пензиони фондови који улажу у хартије од вредности, такође су заинтересовани да обезбеде вредност својих портфолија, па им је оријентација усмерена на тржиште деривата. Употреба дериватних инструмената на финансијском тржишту омогућава учесницима да елиминишу поједине или већину финансијских ризика са којима се суочавају обављањем својих основних делатности (Стојанов et al. 2014).

Употребу финансијских деривата, међутим, не треба посматрати као механизам преко кога се једни ризици могу мењати другим. Из тог разлога се приликом закључивања финансијских деривата треба водити рачуна о изложеностима ризику укупног портфолија и дела који је покривен овим инструментима. Зато ове инструменте треба ко-

ристити само са тог аспекта, али не и у шпекулативне сврхе. У условима које карактерише изразита волатилност тржишта, каква је сада, ове инструменте треба користити у оној мери која обезбеђује заштиту од ризика, а не и преузимање нових (Стојанов et al. 2014).

Интензиван развој финансијских тржишта у савременом добу креирао је динамично пословно окружење, базирано првенствено на мноштву међусобних финансијских релација између великог броја тржишних учесника (банака, компанија и других учесника). Ово је изазвало појаву великог броја финансијских ризика у пословању свих учесника на тржишту, пре свега појаву валутног ризика, јер он погађа све учеснике који су на било који начин повезани у међународном пословном финансирању, те значај хеџинга ових ризика све више добија на значају. Посебно се то односи на компаније, изложене међународном тржишту, па успешност истих може да се мери експанзијом употребе деривата у функцији хеџинга преузетих финансијских ризика.

Многи аутори бавили су се истраживањем начина корпоративне стратегије управљања ризицима који могу имати економске импликације на кредитне канале трансмисионе монетарне политике, у смислу креирања подстицаја за корпоративне програме хеџинга и управљање новчаним токовима. Треба истаћи да промене валутних курсева у међународним трансакцијама могу изазвати велике финансијске проблеме. Промена девизног курса, међутим, може бити и позитивна за тржишне учеснике, те би у том контексту финансијске одлуке требало да почивају на фундаменталним анализама кретања девизног курса. Поред тога, тржишни учесници, а пре свега мале компаније, изложене су променама каматних стопа на финансијском тржишту на које имају веома слаб утицај. У тим условима најефикаснији вид заштите је хеџинг валутног и каматног ризика.

Милош Јанковић (2018) указује да је свет савремених финансијских и хипотекарних тржишта доживео драматичне промене и изазове регулације у последњих неколико деценија. Тренд глобализације, дигитализације и убрзаног раста је свакако утицао на то, при чему обим и ниво глобализације финансијског тржишта данас превазилази све границе реалне економије.

2.3. Механизми преливања кризе

Савремене финансијске кризе се не продукују, већ се испољавају управо на финансијским тржиштима. Поремећаји у системима базираним на финансијским тржиштима

имају извор у променљивости јавног вредновања хартија на секундарним тржиштима, као и неизвесности када је реч о ликвидности тржишта (Gali, 2010). Од адекватног функционисања секундарних тржишта, које је условљено и њиховом ликвидношћу, сасвим очигледно зависи и стабилност финансијске структуре, веома битне за макро-економску равнотежу. Губици капитала региструју се билансима посредника и сломом цена финансијских актива, што је индикатор кризе вредновања. Фатална последица може бити даље погоршање ликвидности, а у условима финансијске фрагментације и ограничења такозваних спонтаних прилагођавања. У релацијама финансијских учесника губи се поверење и ликвидност. Финансијском глобализацијом извршен је снажан утицај на убрзано повећање кредита, много брже од раста БДП. Промена структуре кредита подразумевала је јачање шпекулативне и супститутивне компоненте, у односу на продуктивну компоненту (Brandao, et al. 2013).

Финансијска глобализација тако постаје извор системског ризика, мења контролу предузећа и битно повећава утицај акционара. У одређеном тренутку досеже границе које су подразумевале враћање криза у средиште светских финансија. Такозвани „Мински моменат”, са којим су се суочиле банке, показале да ће нови ризици и нестабилности финансијализованог капитализма преко тржишта напосто букнути. На опасност финансијализације и тзв. „сивог капитала” савршено је указао субпримарни хипотекарни сценарио, заснован на институционализованој штедњи, укључујући и новац приватног пензионог система који је поверен инсајдерима финансијске индустрије (Hilscher, et al. 2014). На чињеницу да деривати имају позитивну улогу у управљању ризиком и да помажу финансијским тржиштима и институцијама да се одупру шокovima, пажњу је скренуо Бернанки. Ипак, поједини аналитичари и регулатори исказивали су оправдан страх да сви учесници на тржишту нису свесни ризика којима се излажу. Улога дериватива у спектакуларном колапсу Енрона веома је илустративна, а не заобилази ни превару, ни систем управљања ризиком ове фирме. За поједине мере, када је минимални ниво капитала у питању, попут кредитног ризика актива банке, сматрало се да су готово безначајне у присуству кредитних дериватива. Посебна тежина проблема састојала се у томе што су регулатори сматрали да циљ финансијске стабилности не значи истовремено и стабилност појединих финансијских институција или да би циљ регулатора био да се спрече катастрофални случајеви већег обима.

Појединачни случајеви, попут Bear Stearns-а, као да нису били схваћени, нити прихваћени за најкритичније и најалармантније индикаторе наступајућег кризног периода. Англосаксонски капитализам са својим регулативним механизмом, био је комбинација строге вишеслојне регулације, појединачних дерегулативних „подстицаја”, неадекватног регулативног инструментаријума или потпуне дерегулисаности појединих крупних, брзо растућих сегмената тржишта (Hubrich, et al. 2015; Ianotta, et al. 2012).

Стојанов et al. (2014) и De Bandth et al. (2015) објашњавају да је на такав, суптилан начин, кризни механизам могао да пренесе силину деструктивног удара на финансијски и реални сектор. Ипак, пруденциона контрола, успостављена на институционалним основама, увек је каснила за иновацијама. Нерегулисано тржиште дериватива и укључивање банака у то тржиште, у великој мери је превазилазило примену међународне пруденционе регулације. Суптилност у трговању на финансијским тржиштима, превасходно се базирала на мноштву финансијских инструмената, финансијских институција и све значајнијем процесу финансијског инжињеринга, такозване секјуритизације. Реч је о замршеном низу финансијских токова, који захтевају преиспитивање постојећих регулативних и институционалних регулаторних оквира и аранжмана, који су изискивали суптилност управљања и контроле таквом финансијском структуром.

За последицу финансијске либерализације само делимично се може окривити нестабилност финансија у свету. Финансијски системи су суштински, кроз финансијску глобализацију и либерализацију широм света прилагођавани америчким националним и макроекономским циљевима и пројекцијама (Стојанов et al. 2014).

Уколико конкретизујемо овај проблем долазимо до освешћујуће спознаје да неспоразуми у координацији између депонената могу изазвати да солвентне, али неликвидне банке банкротирају. Овакву карактерну црту, међутим, многи други финансијски посредници, попут осигуравајућих друштава или осигуравајућих кућа немају. Ипак, уколико се деси да банке и други посредници припадају истом правном лицу, или су изложене финансијским посредницима, проблеми који настану могу постати извор банкарске рањивости (Flannery, 2015).

Током глобалне финансијске кризе праг осигурања депозита широм света је био повећан, у циљу обуздавања јуриша на банке (Peek, et al. 2015). Наредна, веома битна црта текуће кризе, свакако је улога коју поседују структуре краткорочног велефинансирања. Такве структуре финансирања имала је већина водећих инвестиционих банака, а

како су главна актива уз инструменте хедџинга постали неликвидни или мање ликвидни него што се то у први мах чинило, суочиле су се са огромним рочним неусаглашеностима. Велефинансијери више нису били у ситуацији да обнављају краткорочан дуг, што донекле подсећа на јуриш депонената. Оваква ситуација није погодила само инвестиционе, већ и остале банке са недиверсификованим структурама финансирања, као и ванбилансним механизмима коришћеним за финансирање структурираних финансијских инвестиција. Примера ради, Northern Rock се ослањао на 75% међубанкарских депозита и зато је пропао након што је тржиште новца постало дисфункционално (De Bandt, 2015).

Између банака и потенцијалних финансијских посредника постоји испреплетена мрежа изложености. Са једне стране та изложеност се испољава на међубанкарским новчаним тржиштима, тржиштима деривата, системима плаћања великих износа, као и системима за салдирање хартија од вредности. Финансијска криза је опет на видело дана изнела лошу међусобну комуникацију између банкарских тржишта, која има непосредне финансијске ефекте услед учешћа већине водећих банака на овим тржиштима.

Према De Bandt, et al. (2015), пођемо ли од претпоставке да информација о лошим кредитима и међубанкарској изложености није приказана у потпуности, већ да су депонентима пласиране непотпуне информације, некакав сигнал из спољног извора, који повећава вероватноћу негативне позиције банке, за њих и даље може бити реално да покушају са брзим повлачењем својих средстава и самим тим наметања неизвршења тих банака. *Ceteris paribus* је тај који одређује да ли је такав сигнал тачан или погрешан, односно да ли је исход ефикасан *ex post* или не. Оваква врста заразе, подстакнута некомплетним информацијама, може се представити као заснована на информацијама.

Поменути сигнали у стратегијама депонената могу им давати инпуте у ком смеру да се крећу или не крећу према одређеним банкама. Овакви шокови по регионима насумично варирају, док је једина константа агрегатна ликвидност, која не подразумева банкротства банака, према наводима De Bandt, et al. (2015).

На ову тему рађено је много студија, које разматрају међубанкарску изложеност кредитирању као последицу неизвесних одлука географске потрошње депонената. Уколико је банка солвентна постоје само две јасне стратешке равнотеже. Равнотежа кредитних линија подразумева ефикасно међубанкарско кредитирање у коме се све обавезе извршавају и не долази до појаве заразе. Међутим, у тзв. „равнотежи загушења“ долази до

неефикасних и заразних јуриша на банке од стране депонената, а све из превеликог страха да ће резерве у систему пресушити или их већ нема. Такозвани сценарио „кредитног ланца“ производи најзаразнија банкротства (Исто, стр. 647-660).

Обиље је литературе која се служи „теоријом мреже“ приликом моделовања различитих извора повезаности међу финансијским институцијама, како са стране активе, тако и са стране пасиве по питању њихових биланса стања. Ова теорија мреже, осим што служи као основ моделирања специфичних међубанкарских веза, има посебан концепт, јер објашњава не само међубанкарске мреже, већ и начин ширења заразе кроз међубанкарски систем. Оваква врста модела приказује да шокови могу довести до веома јаких системских догађаја са далекосежним дометом. Наведене мреже формирају се ендогено и служе као механизам осигурања, а што су јаче повезане, отпорније су на заразу. Теорија мреже предвиђа праг повезаности изнад којег се зараза неће појавити, а управо је циљ умрежења банака да тај праг и достигну. У моделу мреже проучава се искључивост између поделе ризика и процентуално одређује потенцијал заразе. Јаче међубанкарске мреже имаће бољу поделу ризика међу банкама, али и већи потенцијал за заразу, уз могућност да дође до банкротства већег броја банака, што је својеврстан системски догађај. Такође, модел приказује да ће приход банке искључиво зависити од инвестиција других банака са којима је та банка повезана. На тај начин банке могу бити спремне да финансијски помогну друге банке како би се спречио најгори сценарио, колапс читаве мреже (De Bandth, et al. 2015).

Допуна овог модела подразумева заразу на међубанкарском тржишту као ендогени феномен, уводећи при томе морални хазард код банака. Како би се решиле проблема ликвидности, банке успостављају међубанкарске везе, али се у ризик од заразе упуштају само уколико процене да ризик није превелик. Овај допуњени модел дефинише да је обим заразе већи уколико је већи број међубанкарских, односно испреплетених државних депонената, јер ће у сваком случају већи број банака бити погођен банкротством. Из овога проистиче да што више међубанкарских веза имају поједине банке, то ће и потенцијал за заразу бити већи (Исто, 2015).

Да проблеми негативне селекције имају важну улогу у преношењу кризе кредитног тржишта, почев од августа 2007. године, подстакнут је развој новог теоријског модела. Овај модел изнео је начин функционисања, као и могући слом неосигураног међубанкарског тржишта услед асиметричних информација о ризику партнера.

Поставља се питање зашто банке одобравају толико кредита, свесне ризика који их може довести у проблематичну ситуацију, иако знају да тај ризик не могу пренети на депоненте. Овим питањем бави се литература о кредитном буму. Дуго су постојала веровања да слободна тржишна економија у периоду после Другог светског рата има природну тенденцију ка финансијској нестабилности на агрегатном нивоу. Добра времена карактерише то што субјекти троше и инвестирају, стварајући све више прихода, али када таква еуфорија узме маха, долази до шпекулативног финансирања, које је у потпуној супротности са сигурним-хеџинг финансирањем. У сваком случају, бум још више повећава претерана експанзија банкарских кредита, све до момента док неки егзогени шок то не оконча. Тако модел кредитне експанзије указује на последице неизвесности у погледу катастрофалних шокова на повраћаје од инвестиција и премија на ризик од неизвршења. Овај модел даље покушава да објасни како ће се субјективне вероватноће приказане катастрофалним догађајима временом смањивати, након завршетка таквог догађаја.

De Bandth et al. (2015) указују да је развој микроекономских банкарских модела став монетарне политике, који може да утиче на узимање ризика банака и, генерално, на цене активе. У моделу који приказује ликвидносну верзију канала кредитирања механизма трансмисије монетарне политике, банке финансирају неликвидне дугорочне пројекте веома ликвидним депозитима по виђењу. Банке, на тај начин нерадо одобравају кредите у периодима одсуства ликвидности. Монетарна интервенција, у зависности од услова агрегатне реалне ликвидности може имати веома корисну улогу, уколико ограничи подстицаје депонената да повлаче улоге. На тај начин, банке ће реаговати настављањем, а не смањењем ризичних кредита. Поткрепљено овим аргументима, развијен је нови модел у којем се подстицаји банака да скенирају кориснике кредита смањује са падом каматних стопа. Даке, мониторинг банкарске заразе своди се на то да ли лоше вести о банкроту одређене банке или групе банака негативно утичу на здравље и осталих банака. Системски ризик на банкарским тржиштима такође укључује истовремена банкрота, као последицу макроекономских шокова или нагомиланих неравнотежа, попут кредитних бумова (De Bandth et al. 2015).

2.4. 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 Brittan-у, 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 земаља 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 Интер-америчка 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. Приступили 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 (баил-оут) 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.

II ФИНАНСИЈСКА СТАБИЛНОСТ: ФУНКЦИОНАЛНИ ЗНАЧАЈ И ДОМЕТИ

1. Појам и значај финансијске стабилности на микро, макро и глобалном нивоу: теоријска разграничења

1.1. Појам и значај финансијске стабилности

Савремена теорија не располаже опште прихваћеном и јединственом дефиницијом финансијске стабилности. Усмерење на финансијску стабилност у економској, односно монетарној политици, неизоставно упућује на благовремено откривање потенцијалних претњи у финансијском систему, са циљем да се експанзија и даље продубљивање таквих рањивости што пре заустави. Ако се овај праг стабилности пређе, корак који следи мора подразумевати јачање заштитних механизма, амортизера, у виду додатног капитала, вишка ликвидности или резервација за потенцијалне губитке, како се стабилност даље не би угрожавала. Ови кораци имају своје недостатке, који могу унети висок степен нестабилности у систем и створити дисфункционалности у функционисању тржишта. Ово даље захтева управљање финансијским токовима, са већ дефинисаним обрисима финансијске кризе. Системски приступ овог типа наводи на чињеницу да смер кретања није само у правцу индивидуалних индикатора или појединачних учесника на тржишту, већ и у перцепцији дугорочног развоја тенденција, потенцијалних дисфункционалности и поремећаја тржишта, али и њихове међусобне интеракције. Сви ови елементи утичу на акумулирање системског ризика, као глобалног ризика на тржишту и представљају реално стање финансијске стабилности, подразумевајући и све ризике у привредном систему. Неадекватно процењен, недовољно контролисан, непокривен заштитним механизмима, ризик може имати негативне последице по финансијску стабилност.

Из тог разлога системски ризик најчешће произилази из високе и неадекватне кредитне активности, праћен учесталим аномалијама на финансијском тржишту, те тако може угрозити финансијску стабилност. Фокус на финансијску стабилност од стране економске политике захтева континуирани мониторинг свих промена економских фактора и стварања добитних решења, којима ће се подстицати здрав и сигуран финансијски сектор, конкурентан пословни амбијент, стимулативан раст привреде и стандард становања. Само у таквим условима може се обезбедити дугорочна привредна и финансијска стабилност (Жугић и Фабрис, 2010, Поповић, 2014, Думичић, 2015).

Уколико се надлежне власти усмере на финансијску стабилност, то ће утицати и на креирање циљева политика који сумирају ризике са којима се институционални и економски субјекти земље суочавају у свом пословању. Резимирамо ли финансијску кризу, спознајемо да се скоро све привреде суочавају са експанзивном неизвесношћу, кризом и потенцијалним продубљењем кризе, управо из разлога што институционалним режимима није створен амбијент који би укључио све потребне елементе за управљање финансијским ризицима. Важно је напоменути и квалитет финансијских информација, јер се управо уз помоћ њих врши управљање ризиком, што упућује да су за ефикасно функционисање тржишта и адекватну процену ризика свакако заслужне квалитетне и правовремене информације. Уз помоћ комплетних, релевантних и тачних информација, повериоцима се омогућава да профитабилност пројеката и ниворизичности пласмана реално процене и да на тај начин обезбеде ефикасну алокацију финансијске имовине. Уколико се на време открију сигнали који могу угрозити рационалност и ефикасност у одлучивању, то ће довести до оптимизације у употреби финансијске имовине. Ако је финансијски систем, са свим инкорпорираним елементима стабилан, моћи ће квалитетно да обавља своју функцију капиталне алокације укупних ресурса и дисперзије ризика (Поповић, 2014).

Насупрот стабилности, финансијска неизвесност произилази из несавршености тржишта. Мера неизвесности је свакако процена ризика у трансакцијама, која одређује принос инвестиција. Очигледно је да неизвесност на тржишту омогућава зараду и принос, али уколико је висока, може указивати да поједине функције тржишта не раде добро или да не постоји адекватна регулатива којом се ближе уређује пословање овог сегмента пословне активности. Овакво стање може изазвати неадекватну процену ризика, уз неоптималан исход на тржишту. Када је реч о финансијској нестабилности, она се појављује како у обиму, тако и по квалитету алокације ресурса, и упућује да би се уз постојећа ограничења на тржишту, на крају могла и материјализовати. Појава великог броја финансијских криза за последњих пола века иде у прилог чињеници да несавршеност стваралаца економске политике, развој глобалног тржишта и интеграција, поред позитивних тековина, остављају велики простор за снажан утицај шокова на стабилност финансијских система. У регионалном и глобалном смислу ови догађаји стварају тензију која неминовно доводи до синхронизитета и сједињавања привредних циклуса. Ова појава се дефинише као привредно или финансијско спајање, односно раздвајање истих токова када такво преливање утицаја не постоји. Истовремено, поменути токови изискују

континуирану потребу за константним преиспитивањем циљева политика, као главних креатора стабилности система.

Према Жугићу и Фабрису (2010), разлике у циљевима могу се објаснити и разликама у окружењу у којем централне банке спроводе монетарну политику. Из овога проистиче да ће инструменти финог регулисања очигледно дати боље резултате у условима развијеног финансијског тржишта, какво је присутно у развијеним земљама, него у условима финансијског тржишта које је у свом зачетку, што је чест случај са земљама у развоју (Думичић, 2015).

Свака држава има своје специфичности, а оне могу значајно утицати на дефинисање циљева, као и начин спровођења монетарне политике. Те разлике се углавном односе на величину државе, степен њене отворености према другим државама, режим девизног курса, развијеност и примену пруденционе регулативе, кредибилитет стваралаца економске политике, независност централне банке, степен економске развијености, поједине инфлационе етапе, формалну или неформалну супституцију у својим појавним облицима, итд. Како узрок и последица сваке монетарне политике представљају избор фискалне политике, оне имају и узајамни утицај, а такође захтевају и доследност у њиховој примени, ради обезбеђења поверења тржишних учесника. Уколико је једна од ове две политике десинхронизована по питању циљева у својим политикама, мало је вероватно да ће бити ефикасна и развојно одржива. С обзиром на висок степен међузависности, монетарна и фискална политика одређују и квалитет новца. Земље монетарне сфере, упркос добрим политикама које воде, још увек су под фискалном претњом и пре или касније ће се суочити са изазовима у монетарној политици (Поповић, 2014).

У свету се све више дебатује на тему квалитета трансмисионих канала монетарне политике. Поједини наводи еминентних аутора упућују на то да на значају све више добијају и други канали преношења политике путем цена имовине, као што су некретнине, акције и кредитни канали, за разлику од до сада коришћеног традиционалног канала каматне стопе. Исто тако, говори се и о новој етапи, као и изазовима и изборима постављеним пред монетарну политику. Овде ћемо издвојити пет лекција Мишкина (према: Живковић, Кожегинац, Поповић, 2019), за вођење монетарне политике које произилазе из искуства текуће глобалне економске кризе. Прва тврдња је да развој финансијског сектора у данашњем времену, преко тзв. „финансијских фриксија“, има много већег

утицаја на привредне токове него што се то до сада сматрало док друга тврдња односи се на макроекономски амбијент, који се у време кризе не може означити линеарном функцијом, јер је у време кризе присутна прилична нелинеарност у токовима који се узимају као варијабле у оптималној монетарној теорији. Овде ћемо поменути стечај Lehman Brothers-а у последњем кварталу 2008. године, који је отворио низ проблема у финансијској и економској сфери, а креатори политике га нису на време препознали као претњу. Приликом доношења одлука коришћени су индикатори који су указали на значајну нелинеарност. Пад вредности имовине, нарочито некретнина и акција, настао услед пуцања финансијског балона, у потпуности је обезвредио колатерал у банкарском сектору и довео до нелинераног смањења кредитне активности (Живковић, Кожегинац, Поповић, 2014).

Поповић (2014) тврди да је смањење понуде кредита на привредну делатност деловало попут рецесије. Овим токовима уследио је даљи пад фискалних прихода, а појавиле су се и друге неравнотеже. Реалност је показала да су дејство шока и акумулација ризика много комплекснији него што се на почетку мислило и да ова кретања не подржавају у потпуности овакав распоред. Трећа тврдња указује да је доња граница код номиналних каматних стопа проблематичнија него што се то на почетку претпостављало. Ово се објашњава неуспехом квантитативног монетарног релаксирања, којег су углавном примениле све централне банке, како би каматним стопама или обезбеђењем ликвидности банака деловале контрациклично. Пракса је показала да упркос знатном смањењу каматних стопа не постоји очекивани опоравак агрегатне тражње након интервенција централних банака, као ни дилема око тога да ли Централна банка треба да интервенише расположивим инструментима или не. Све се, међутим, своди на питање шока и нелинеарности код трансмисије, и то на много сложеније и систематичније начине, него што се то путем претпоставки у моделима могло предвидети. Четврти елемент Мишкинове тврдње (Поповић, 2014), указује на енормно високе трошкове опоравка финансијске кризе. У калкулацијама укупно изгубљеног дохотка, поред трошкова санације кризе и изгубљеног раста у претходном периоду, неопходно је извршити процену изгубљеног раста, који ће уследити у спором опоравку након кризе, фискалном прилагођавању у третирању последица, као и трошковима који ће наступити у монетарној или фискалној политици, зарад очувања будуће стабилности система. У последњој, петој лекцији, Мишкин (Поповић, 2014, Живковић et al. 2019), истиче да је ова криза показала како ценовна стабилност и ниска флукуација дохотка присутни у исто време, нису довољни

за постизање финансијске стабилности. Упркос периоду стабилног стања према званичним параметрима, као и преко стабилности цена и дохотка, ниска премија ризика створена у таквом окружењу, утицала је на високо задуживање свих сектора, као и снажну акумулацију кредитног ризика (Исто).

Међутим, високо преузимање ризика се није одразило на ценовну стабилност и ниво БДП, са којим би се креирали сигнали за промену курса креатора монетарне и економске политике. Адекватна реакција је изостала, и у кратком року су се нагомилале све неефикасности у пословању привредних субјеката. Све наведено имало је снажан утицај на то да се ризици у билансима банака и предузећа претворе у губитке. Експанзија кредита довела је до креирања балона на тржишту имовина, отворила рањивости и довела до велике финансијске неизвесности. Финансијска стабилност (Поповић, 2014), што се показало касније, много је рањивија него што се очекивало, и то на свим нивоима, почев од микро нивоа појединих компанија, које нису поднеле терет високо преузетог дуга, па све до агрегатног, националног и глобалног нивоа повезаних тржишта. Отворене неефикасности најпре су уочене на финансијском тржишту, а затим су се прелиле на реални сектор економија. Ове неефикасности указале су на потребу ревидирања регулаторних политика, како би се смањили негативни подстицаји и аномалије тржишта. Неадекватан третман и процена ризика, како од стране поверилаца који су финансирали ове активности, тако и од стране дужника који су га преузимали, указали су на значајно слабење буџетског ограничења којим се умањила ефикасност алокације ресурса.

Иако не постоји јединствена и опште прихваћена дефиниција финансијске стабилности, свакако можемо рећи да овакав приступ подразумева политике које су усмерене на креирање и очување стабилног стања, најпре на финансијском, а затим и на укупном тржишту, чиме се обезбеђује адекватно и ефикасно функционисање финансијског тржишта. Приликом дефинисања појма финансијске стабилности издвојило се неколико приступа, а један од њих се ослања на анализу, произашлу из перспективе промена условљених процесом глобализације и интеграција финансијских тржишта. Стабилност финансијског система свакако подразумева стање у којем делују превентивни механизми за избегавање колапса финансијских институција. Финансијски системи имају могућност да апсорбују озбиљне поремећаје, који могу угрозити обављање основних функција финансијског тржишта. Генерални приступ овом питању и дефиницији стања могао би

се издвојити кроз два начелна приступа у дефинисању финансијске стабилности, кроз призму нестабилности и кроз дефинисање стања стабилности.

Први приступ потенцира дефиницију финансијске стабилности, као супротности финансијској нестабилности. Финансијска нестабилност је стање у коме мане тржишних ресурса, које су веће од недостатка у нормалним околностима, доводе до енормног повлачења учесника у финансијском посредовању. У таквим ситуацијама долази до значајног губитка поверења у способност финансијског система да заштити интересе свих учесника на тржишту, што имплицира ерозијом потенцијала економије. Европска централна банка је прихватила други приступ, а полази од позитивног набоја у дефинисању стања финансијске стабилности. Овакав приступ истиче да је финансијска стабилност „стање у којем је финансијски систем, сачињен од финансијских посредника, тржишта и тржишне инфраструктуре, сасвим способан да издржи шокове и реши финансијске неравнотеже, ублажавајући на тај начин вероватноћу појаве поремећаја у процесу финансијског посредовања. Он упућује на поремећаје који су толико озбиљни, да значајно погоршавају алокацију штедње за профитабилне инвестиционе могућности.”²

Без обзира на приступ, анализа финансијске стабилности треба да има за циљ препознавање слабости и претњи стабилности финансијског система, који потичу из свих сегмената, а како би се привредна делатност обављала неометано. На основу добијених резултата анализа стања привредне делатности, посебно у домену пословања на финансијском тржишту, креира мере одговарајућих политика и усмерава изборе постављених приоритета. Политике које су усмерене на очување стабилности, свој фокус изоштравају ка правовременом откривању рањивости и акумулацији потенцијалних ризика, у циљу благовременог повећања отпорности и креирања амортизера који ће ту нестабилност ублажити. Превентивно и кризно деловање у систему финансијског тржишта подразумева анализу ситуације у свим сегментима економије, што подразумева како нормалне услове, тако и услове изложености повећаној неизвесности и услове у фази кризе. Анализа рањивости финансијског система почива на приоритетима, заправо факторима

² Жугић и Фабрис (2010) дефинишу финансијску стабилност у окриљу циља централне банке, где је финансијска стабилност јавно добро.

утицаја који би могли да изазову кризу ликвидности или солвентности, појачају макро-економске шокове и њихову трансмисију из реалних у финансијске токове и супротно (Думичић, 2015).

1.2. Микро и макро аспекти финансијске стабилности

Након 80-их година прошлог века, централне банке су као свој основних циљ прокломовале очување стабилности цена. Сматрало се да тако дефинисан циљ истовремено доприноси и очувању финансијске стабилности, која тада није била експлицитан мандат централних банака. Монетарна политика и микропруденцијална регулација и супервизија банака сматрала се довољним предусловом за истовремено очување ценовне и финансијске стабилности. Фокусираност регулације и супервизије искључиво на појединачне финансијске институције и монетарне политике искључиво на обезбеђење стабилности цена, током глобалне финансијске кризе, утицали су на њихову немоћ у борби за очување финансијске стабилности. Иако је политика ниских каматних стопа у старту дала резултате, јачина кризе створила је потребу за макробонитетним приступом и анализом финансијског система као целине. Притом, истицање значаја макропруденцијалне политике не значи да монетарна и досадашња микропруденцијална политика губе на значају, већ да је у циљу очувања финансијске стабилности потребна координација свих јавних политика.

Макропруденцијална политика усмерена је на познавање и надзор финансијског система у целини, јер је доказано да велики део системских ризика проистиче управо из самог система, независно од ризика и стабилности појединих финансијских институција. Мониторинг ризика је системског карактера, и од изузетног је значаја за прецизно идентификовање процеса њиховог акумулирања, као и реалне опасности од њихове материјализације, чиме је комплетиран класични инструмент супервизије. Притом, микро и макропруденцијална политика често полазе од истих инструмената, чији је преглед дат у наредној табели.

Табела 1. Инструменти за реализацију макро и микро пруденцијалне политике

Инструменти	Микро пруденцијална политика	Макро пруденцијална политика
Минимални капитални захтеви	√	
Пондери ризика капитала	√	√
Стуб 2 капиталних затева	√	√

Контрациклични капитални захтеви		√
Захтеви за капиталом за системски битне финансијске институције		√
Левериџ коефицијент	√	√
Ограничења велике изложености банака, односа кредита и вредности активе, односа дохотка и дуга, девизној изложености	√	√
Захтеви ликвидности	√	√
Стандарди за управљање ризиком	√	
Политика лиценцирања	√	

Извор: Прилагођено на основу Osiński et al., 2013.

Иако је микро и макро аспект финансијске стабилности врло актуелна тема, којом се баве све водеће светске институције, ипак када се упореде са монетарном или фискалном политиком, њихови темељи и одатле изведене политике су тек у повојима. Појам макропруденцијална политика први се пут спомиње још средином седамдесетих година 20. века, а своју редовну примену успоставља тек након почетка последње светске финансијске кризе, средином 2007. године. Ову појаву потврђују бројни академски чланци и публикације у којима се спомиње појам макропруденцијалне политике, а ни број претраживања овог појма на интернет претраживачима свакако није занемарљив. Појам „макропруденцијално“, пре свега означава усмереност регулаторног и надзорног оквира на системске ризике и стабилност укупног финансијског система, закључујући да системски ризици, проузроковани колективним понашањем финансијских институција и финансијских ресурса, путем финансијских тржишта и капацитета тих сектора, имају функцију да опслуже преузете обавезе (Думичић, 2015).

Банка Енглеске (Bank of England) као основни циљ наводи очување стабилности укупног финансијског система, јер се таквим приступом осигурава неометано финансијско посредовање у свим фазама кредитног циклуса. Другим речима, ова врста политике усмерена је на спречавање системских ризика и смањење могућности наступања ризичних догађаја везаних за финансијске институције, тржишта, инфраструктуру и инструменте, који би свакако могли да изврше негативан утицај на финансијску стабилност система. Макропруденцијални приступ баш из тог разлога служи да уочи слабости финансијског система, а подразумева надзор и мерење различитих показатеља, ради добијања објективније слике о степену финансијске

стабилности и правовременог уочавања ризика, који би је могли угрозити у будућности. Макропруденцијални инструменти фокусирани су на јачање отпорности финансијског система на шокове, смањивање рањивости изазваних прекомерном кредитном активношћу и секторских рањивости, имајући у виду кретање цена имовине, курсева или каматних стопа и прекомерних изложености ризицима повезаних са финансирањем. С обзиром на то да је системске ризике тешко пратити управо због међусобне повезаности финансијских институција, на њих се ипак може деловати коришћењем ригиднијих капиталних захтева, различитих секторских инструмената, попут пондера за ризике или ограничења великих изложености и инструмената којима се делује на ликвидност или на тржишну инфраструктуру.

На наредној слици дат је систематизовани преглед говора госп. Jaime Caruana, генералног директора БИС (Банка за међународна поравњања) из 2010. године, на симпозијуму поводом педесетогодишњице Резервне банке Аустралије, у Сиднеју 9. фебруара наведене године. Приказ означава преглед и даље актуелних недоумица и контрверзи у погледу финансијске стабилности на глобалном плану и на плану финансијске стабилности ЕУ, што је предмет анализе у поглављима која следе.

1. Да ли су финансијски бумови и падови својствени тржишном економском систему?	Одговор је потврдан. Финансијска тржишта суштински нису стабилна.
2. Може ли управљање ризицима у приватном сектору да држи ризике под контролом?	Да, али не самостално.
3. Да ли су захтеви за капиталом довољни и неопходни за постизање финансијске стабилности?	Захтеви за капиталом су неопходни, али нису довољни.
4. Шта да се ради са системским ризиком?	Капитални амортизери и резерве морају бити уграђени у добрим временима тако да их можемо користити и у лошим.
5. Да ли је уско банкарство решење за финансијску нестабилност?	Није.
6. Да ли је финансијској стабилности потребна помоћ монетарне политике?	Стабилност цена потребно је обезбедити политиком каматне стопе, док је финансијску стабилност неопходно обезбедити макрофинансијском политиком.
7. Да ли су централне банке опремљене за своју улогу у финансијској стабилности?	Већина јесте. Питања за даљу дискусију: 1. Шта је основа мандата да се централне банке брину о финансијској стабилности? 2. Да ли централна банка има потребну експертизу и ресурсе? 3. Да ли централне банке имају потребне алате? 4. Да ли постоји одговарајућа регулатива? 5. Да ли је постојећи концепт независности централне банке довољан за нове одговорности?

<ul style="list-style-type: none"> • У регулативу уградити знатно више отпорности у погледу капиталне адекватности и ликвидности. • Водити више рачуна о системском ризику и две његове главне димензије – временској и попречној. • Пружити подршку финансијској стабилности у адекватној институционалној интеракцији монетарне, буџетске и пореске политике.
--

Слика 2. Систематизован преглед будућих тенденција у погледу одрживе глобалне финансијске стабилности
Извор: аутор, према Jaime Saguna, 2010.

Криза је показала да централне банке, и поред свих интервенција, нису биле у могућности да кризу држе под контролом. Монетарна и микропруденцијална политика пружиле су почетни, али не и довољан оквир за управљање последицама глобалне финансијске кризе. Имајући у виду да се финансијски систем глобализовао, а да су системи регулације и заштите банкарског сектора остали у надлежности националних регулаторних органа, јавио се проблем управљања кризом на глобалном нивоу. Ово је условило потребу сагледавања глобалних аспеката финансијске стабилности, међу којима се посебан изазов јавио у сложеним финансијским системима, попут Европске уније. Посебно је наглашена потреба координације регулаторних мера органа надлежних

за очување финансијске стабилности на националном нивоу. С тим у вези, криза је показала да ће се будућа искушења централних банака на пољу очувања финансијске стабилности одвијати у све неизвеснијем глобалном окружењу.

1.3. Глобални аспекти финансијске стабилности

Примарну улогу у алокацији средстава, тј. у трансферу финансијских средстава од финансијски суфицитних ка финансијски дефицитним има сваки финансијски систем, а из побројаних извора проистиче и његова кључна функција. У данашње време, када говоримо о финансијској стабилности, углавном је дефинишемо као стање које се манифестује кроз нормално функционисање свих подручја финансијског система, у који спадају финансијске институције, тржишта, као и финансијске инфраструктуре, у процесима прерасподеле ресурса, процене и управљања ризицима и извршавањима плаћања, као и у отпорности система на непредвиђене шокове (Schoenmaker, 2011). Европска унија је усвојила опште прихваћену дефиницију ЕЦБ која описује финансијску стабилност као стање у којем је финансијски систем способан да апсорбује шокове и неравнотеже, као и да избегне ситуације у којима би се онемогућио процес финансијског посредовања (Думичић, 2017; Вулетић, 2018).

Финансијску стабилност је могуће одбранити кроз три степена одбране, у које спадају превентивно деловање, повећање отпорности система на шокове, као и управљање кризним епизодама. Степени одбране постоје из разлога осигурања превенције системских ризика, а самим тим и друштвених трошкова кризних епизода. Први степен одбране тежи смањењу или спречавању појава и акумулација системских ризика. Да би се избегле кризне епизоде, неопходно је да се процес акумулације системских ризика на време уочи, како би регулаторном и финансијском сектору осигурао довољно времена да превентивно делују одговарајућим мерама и инструментима, а ради крајњег циља, осигурања капиталних и ликвидних амортизера и повећања отпорности система. Што се тиче мера другог степена, оне су надовезане на први, јер се у пракси јачање отпорности система на финансијске шокове спроводи у исто време када се спроводе и превентивне мере. Без обзира на предузете мере, врло лако се може десити да се системски ризици ипак манифестују, што ће у својој коначници резултирати кризном епизодом. Ако се ово деси, активира се трећи степен, односно мера одбране, која захтева постојање

координационог тела, како би се минимизирала могућност негативних учинака кризних епизода (Вулетић, 2018).

Системски ризик (Bandt, et al. 2015; Battistini, et al. 2014) као појам, уведен је одмах након избијања латино-америчке дужничке кризе осамдесетих година прошлог века. Кроз дефиницију се провлачи системски ризик као претња која ће неминовно довести до поремећаја у финансијском систему и резултирати озбиљним негативним реперкусијама по целокупно финансијско тржиште и привреду. Извори системских ризика могу се пронаћи и унутар финансијског система, али и изван њега. Посматрамо ли унутрашње ризике, утврдићемо да се они односе на институционалне ризике, попут оперативних или финансијских, затим тржишне и инфраструктурне ризике, који се могу односити на систем поравнања, платни систем или систем намирења. Спољни ризици најчешће представљају макроекономске поремећаје, који могу бити у директној вези са глобалним неравнотежама, као и ризике непредвиђених догађаја, као што су елементарне непогоде, терористички напади или поједини политички догађаји. Извори који се налазе у основи свих системских ризика најчешће су кредитни, тржишни, оперативни, ликвидносни, инфраструктурни и ризик од заразе. Од најважнијих ризика у банкарству је свакако потребно истаћи кредитни ризик, услед могућих губитака банака због немогућности дужника да тај кредит и врате. Са друге стране, тржишни ризик повезан је са кретањима и условима на финансијским тржиштима. Ако је глобална несклоност ризику потенцијално висока, чак и привремени шокови могу имати веома снажан утицај на финансијска тржишта и резултирати системским догађајем (Collard, 2017).

Материјализација губитака у финансијским институцијама углавном настаје услед промена цена вредносних папира, курса или неких других облика финансијске имовине, али и услед пада цена нефинансијске имовине, која може представљати основ за изведене финансијске инструменте, као што су некретнине. У ранг веома значајних свакако спада и ликвидносни ризик, јер банке све више инклинирају финансирању преко финансијских тржишта. Свакако да неликвидност међубанковног новчаног тржишта може проузроковати драстичан пад промета, па ће заштита од ризика постати прескупа или можда чак и немогућа, док цене различитих облика финансијске имовине могу знатно изгубити на вредности. Ризик од заразе представља опасност од преливања шокова између финансијских институција и тржишних сегмената, а ефекат преливања може се реализовати и између земаља. По питању оперативног ризика, он се односи на могуће

поремећаје у процесима рада, неодговарајуће оперативне и организационе структуре и могуће техничке и информатичке потешкоће. Осим са пословним процесима унутар финансијских институција, оперативни ризик је у директној спрези и са ризиком инфраструктуре, а нарочито са платним и клириншким системима, који обезбеђују техничку подршку у трансакцијама на финансијским тржиштима. Њихова организација одређује лимите финансијских шокова и висину преливања тих шокова међу финансијским институцијама. Ово се нарочито односи на информатичку технологију, а посебно на софистициране инструменте (Berger, Molino, Vilson, 2015).

Уколико ове догађаје посматрамо кроз призму временске и структурне димензије, уочићемо да се системски ризици током одређеног периода акумулирају и стварају двоструке релације. Тако се, на пример, финансијски сектор повезује са домаћинствима, предузећима и државом, а у исто време и са иностраним финансијским институцијама. У својој структурној димензији системски ризици утичу на домет и брзину ширења информација, али исто тако и везе између финансијских институција, као важни канали преносења, чија је брзина пропорционална степену асиметричности информација, али и неизвесности (Berg, et al. 2014).

Да би се очувала стабилност укупног финансијског система није довољно надзирати само појединачне институције. Наиме, досадашња микропруденцијална регулација није била довољно учинковита приликом откривања недостатака укупног финансијског система, с обзиром да ризици за финансијску стабилност могу настати због понашања система као целине. Показало се и да је претходни регулаторни оквир био процикличан и додатно појачавао интензитет циклуса. Условима за развој кризе одговарало је и то што су неки делови финансијског система у појединим земљама били под ингеренцијом различитих, некоординисаних институција, са недефинисаним формалним оквиром, што је отежавало процену ризика и сагледавање шире слике. Иако макропруденцијални приступ има функцију водећег мониторинг система над финансијским институцијама, тржиштима и инфраструктуром, у прошлости се већином сводио на регулацију банкарског сектора, нарочито у финансијским системима европских земаља, чија су тржишта била у повоју (Думичић, 2017).

Убрзане активности банака на финансијским тржиштима довеле су их у ситуацију изложености тржишном ризику, док су све интензивније везе међу банкама и небан-

ковним финансијским институцијама повећавале мигрирање шокова из слабије регулисаног дела финансијског тржишта на банкарски сектор (Leaven, et al. 2018). Овакве промене у начину финансирања банака, ликвидност како новчаног, тако и других финансијских тржишта, уз неизбежни ризик мигрирања шокова, постали су претња ликвидности и стабилности финансијског система, која се до тада везивала само за навалу депонената у банке. Последња финансијска криза указала је на опасност механизма рочне трансформације, као сржи банковног пословања. Тако се банке првог реда финансирају из краткорочних извора и та средства улажу у кредите са дужим роковима доспећа и релативно ниском ликвидношћу.

Анализе ММФ указују да се број земаља које примењују макропруденцијалне мере и инструменте нагло повећао почетком прошле деценије. Већи део овог раздобља обележила је примена макропруденцијалне политике (у даљем тексту МПП) у земљама које карактерише убрзани развој тржишта, а употреба такве политике у развијеним земљама се усталила тек после врхунца светске финансијске кризе.

Думичић (2017) истиче да се важност МПП уочава и у активностима водећих светских субјеката, попут групе најразвијенијих земаља света Г-20, Одбора за финансијску стабилност, институција ЕУ, Банке за међународна поравнања (БИС) и Баселског одбора за надзор банака (БЦБС). Ове институције усмеравају имају заједничке напоре ка успостављању оптималног оквира за спровођење МПП и развој мера потребних за регулацију системски важних финансијских институција, макропруденцијални надзор и јачање надзора над банкама у сенци. Упоредо су интензивирани рад, развој и анализа серије инструмената који могу бити од користи за постизање циљева МПП.

За успостављање ефикасног оквира МПП, који ће на нивоу ЕУ да омогући спречавање, ублажавање и избегавање системских ризика и јачање отпорности система на финансијске шокове, крајем 2010. је основан Европски одбор за системски ризик (ЕСРБ). Оцена финансијске стабилности овог одбора презентована је као основни предуслов за осигурање повећања запослености и привредног раста. ЕСРБ има задатак да врши анализу и процену системских ризика у периодима без криза, како би се спречили или ублажили будући поремећаји у финансијском систему, који би могли имати озбиљне негативне реперкусије за финансијски систем и реалну привреду (Думичић, 2017).

У децембру 2011. године ЕСРБ је, у циљу усклађивања макропруденцијалне политике на нивоу ЕУ и смањења вероватноће прекограничног преливања системских ризика, издао препоруку о макропруденцијалном регулаторном оквиру која је намењена националним регулаторима како би ојачали своје капацитете и идентификовали главне изворе системског ризика, али и увели неопходне мере за очување системске стабилности. Према овом документу, државе чланице су дужне да створе оквир за вођење макропруденцијалне политике и одреде институције којима ће се доделити овлашћење за очување финансијске стабилности (Думичић, 2017; Вулетић, 2018).

Проблем честог коришћења полуге у периодима благостања и уз нестабилну монетарну политику у банковном систему ЕУ, а због ниже перцепције ризика, имао је негативан утицај на стабилност финансијског система, што је нарочито дошло до изражаја гомилањем финансијских ризика и тако ескалирало развојем финансијске кризе 2007. године. Упркос томе, наставило се са даљим истраживањем макроекономске користи противцикличне макропруденцијалне политике, која се користи као подршка монетарној политици, с посебним акцентом на економије са режимом фиксног девизног курса. Ово истраживање је показало да је комбиновањем макропруденцијалне и монетарне политике рехабилитација реалног сектора ипак могућа, без опасности од развоја инфлације, до које може доћи због експанзивне монетарне политике. Узлети и падови у развоју цена некретнина у земљама ЕУ до сада су се показали као главни чиниоци накупљања системских ризика и покретачи финансијских криза. С обзиром на то да монетарна политика није довољна за спречавање настанка балона цена некретнина, будућа равнотежа у ценама имовине и очување макроекономске стабилности захтевају укључивање и макропруденцијалне регулативе у систем (Berg et al. 2014).

Према истраживањима Claesens (2015), Gamborta et al. (2017), Gallati et al. (2018) i Hills, et al. (2019) монетарна политика, у сарадњи са макропруденцијалном политиком, мора бити независна и кредибилна зарад очувања ценовне стабилности, као примарног циља монетарне политике и једног од предуслова за очување укупне финансијске стабилности. Ако је макропруденцијални регулаторни оквир прецизно конструисан и дефинисан, монетарна политика ефикасније и лакше реализује своје циљеве и задатке, јер се противцикличним амортизерима осигурава стабилност у случају појаве шока. На тај начин средишње банке нису оптерећене политиком одржавања ниских каматних стопа у сврху опоравка финансијских и реалних циклуса.

Према Думичић (2015, 2017), елементи макропруденцијалног оквира су постојали и на појединим тржиштима у настајању, када уједно и отпочиње њихова примена приликом решавања системских ризика. Поједине земље су третирале инструменте као део ширег, макрофинансијског оквира стабилности, који укључује управљање курсем и капиталним рачуном. Већина земаља у којима су банке интензивно ангажоване девизним позајмљивањем оправдано су забринуте због кредитног ризика узрокованог валутом. Када је реч о девизном кредитирању, користе се мере са фиксним параметрима. И док већина земаља у успону затеже ограничења на девизне позајмице, оне их углавном током рецесије не опуштају. Статистика указује на двојаки доказ, да мере (мерене девизним кредитима), заправо служе да би ограничиле њихов пораст и самим тим су делотворне, али да тај учинак слаби када се укључе и друге мере. Једна од учинковитих мера је нето отворена позиција ограничења на девизне изложености, што смањује спољну задуженост финансијског система.

Приликом дефинисања финансијске стабилности могли бисмо рећи да је у питању заправо ефективна регулација која обезбеђује реалне мотиве за пруденцијско понашање финансијских институција. Политика финансијске стабилности има за циљ да пружи ране, упозоравајуће сигнале, који ће помоћи у благовременом спречавању кризе, пре него што она постане озбиљна претња по макроекономску стабилност. Стабилност финансијског система, такође, омогућава ефикасно функционисање процеса финансијског посредовања који усмерава штедњу у профитабилне инвестиције, уједначен развој различитих делова финансијског система, као и ефикасну трансмисију импулса монетарне политике, чиме се утиче на постизање ценовне стабилности. Посматрано из другог угла, финансијска стабилност утиче на монетарну стабилност и без ње би централна банка тешко могла да постигне монетарну стабилност. Централна банка суочиће се са проблемом одржања инфлације на ниском и стабилном нивоу, уколико цене финансијске активе расту, у случају велике депресијације домаће валуте или услед 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. Монетарни систем, оријентисан ка циљу ценовне стабилности, утиче на смањење фреквенције појављивања финансијских криза, као и на смањење њихових последица. Пракса је ипак показала да су банкарске и финансијске кризе могуће и у ситуацијама ниске инфлације, као у случају актуелне финансијске кризе. Дакле, ниска инфлација није гарант финансијске стабилности (Думичић, 2017).

Финансијска либерализација је веома заслужна за позитивне ефекте на раст конкуренције, бољу алокацију ресурса и вишу стопу привредног раста у дугом року, а подједнако и за бржи приступ изворима финансирања, пре свега, кредитима. За време раста коњуктеуре, перцепција ризика се умањује, а повећава се оптимизам, упоредо са растом цена финансијске активе и аутпута, што појединцима, односно институцијама, увећава богатство и ублажава екстерна финансијска ограничења, па је тако приступ страним изворима финансирања умногоме олакшан. Исто тако, овај процес изазива финансијске неравнотеже и мехурове у финансијском сектору, чије пуцање може проузроковати ескалације озбиљнијих економских криза, поготово из разлога што у претходним периодима нису стваране одговарајуће резерве којима би се заштитили губици. Период кризе обележио је значајан прогрес по питању развоја финансијске регулативе. Доста се потенцирало ублажавање или уклањање извора нестабилности, попут лошег корпоративног управљања, неодговарајуће регулације и супервизије, заташкавања релевантних података, као и на развоју мреже сигурности. У смањивању утицаја ових фактора значајан допринос имао је развој међународних стандарда и прохтева регулативе.

Ипак, пуко усвајање стандарда не може бити гаранција финансијске стабилности, већ је неопходно увођење додатних мера у непрестаној борби против финансијских циклуса и процикличне перцепције ризика. Ово се, пре свега, односи на макро-оријентацију регулативе, имајући у виду да је тренутни фокус пруденционе контроле на појединим финансијским институцијама. Тако се контролни инструменти адаптирају специфичностима конкретне институције у намери да спрече њено банкротство. Постоји тенденција да се макроекономски ризици третирају потпуно сепаратно од понашања одређене финансијске институције, попут егзогених утицаја. Из тог разлога, пруденционе власти нису одговорне за борбу против финансијских неравнотежа на агрегатном нивоу, те се сматра да третман оваквих макроекономских проблема мора бити у ингеренцији монетарних и фискалних ауторитета.

Као што смо већ објаснили, монетарна стабилност не подразумева експлицитно и финансијску стабилност, као што ни централна банка не постиже сваки пут успех када је реч о превенцији кризе. Врло лако је могуће да не препозна на време ни знаке финансијске неравнотеже и да сувише касно реагује, што може утицати и на погоршање економског стања.

Исто тако, неизоставна је боља координација монетарних и пруденционих ауторитета, како у случајевима ублажавања последица кризе и увођења антикризних мера, тако и у превенцији њеног појављивања. Монетарна и финансијска стабилност су као ентитети потпуно раздвојени, али су им циљеви међусобно повезани. Централна банка спроводи монетарну политику преко финансијских институција и самим тим мора да зна на који начин пруденциона супервизија утиче на њихово понашање. Финансијске институције са ризичним понашањем могу довести до дестабилизације целог финансијског система (Aikman, et al. 2019). Међутим, перформансе и стабилност конкретне институције зависиће од садашњег и будућег карактера монетарне политике. Када је реч о монетарној политици неопходно је размишљати и на тему интеракције монетарног и финансијског система. Од изузетне је важности експлицитно објаснити могуће импликације различитих стопа кредитне експанзије, јер се на тај начин може утврдити граница одрживог раста кредита. Даље повећање кредитне активности надаље ће водити неодрживом расту цена финансијске активе и некретнина, иако ценовна стабилност није угрожена (Schoemaker, et al. 2011, Думичић, 2017; Berger et al. 2015).

Прецизно одређење финансијске стабилности, и њеног односа према стабилности цена наметнуло је и потребу њеног мерења, о чему ће бити више речи у даљем тексту.

2. Мерење финансијске стабилности

2.1. Индикатори финансијске стабилности

За разлику од стабилности цена, финансијску стабилност није лако ни дефинисати ни мерити, имајући у виду међузависност и сложену интеракцију између различитих елемената финансијског система и реалне економије, коју додатно компликују време и прекограничне димензије. У протекле две деценије истраживачи централних банака покушали су различитим детерминантама да обухвате све услове финансијске стабилности, а већина централних банака је у својим извештајима покушавала да процени ризике финансијске стабилности, фокусирајући се при томе на само мали број валидних показатеља. Напори за развијањем јединствене агрегатне мере која би могла да укаже на степен финансијске слабости или нестабилности су велики и интуитивно намећу комплексне квантитативне мере стабилности финансијског система, које би омогућиле ствараоцима политике, као и учесницима у финансијском систему да боље прате степен финансијске стабилности система, предвиде изворе и узроке финансијске нестабилности за систем и ефикасније комуницирају о утицају таквих услова. Током година, приступ за

израду оваквих мера стабилности финансијског система се много променио, те се усмерење забринутости због микропруденцијалних преумерава на макропруденцијалне димензије финансијске стабилности (Митровић, 2013, Sundaresan, 2014).

Индикатори финансијске стабилности којима се мери капацитет за апсорпцију шокова од стране финансијског система, представљају значајан инструмент макропруденцијалне анализе. Са њиховим израчунавањем отпочело се још од 1999. године у оквиру пројекта FSAP (Financial Stability Assessment Program, FSAP), који су покренули Међународни монетарни фонд и Светска банка у циљу идентификовања предности, ризика и рањивости финансијског система (Јемовић, 2016а).

Када говоримо о стабилности финансијског система и немогућности сагледавања шире слике, велики број аналитичара своју пажњу усмерава на ризике и сензитивност финансијског система, јер их је лако разумети и квантификовати. За дефинисање криза сваке врсте издваја се неколико модела, почев од бинарних показатеља (неуспех банке, немогућност наплате дуга сувереног повериоца), другим квантификованим варијаблама (учесталост стечаја, износ банкарских губитака, губитак у БДП, опсег флукуације девизног курса, пад индекса берзе). Приликом мерења кризе веома је важна и временска одредница. Тумачење, као и параметри за оцену финансијске стабилности, условљени су самом дефиницијом кризе, те је на основу тога ММФ 2006. године развио скуп индикатора финансијске стабилности који се фокусирају на тржишне притиске, спољну сензитивност и осетљивост банкарског система (Митровић, 2013).

Између монетарне и финансијске стабилности евидентне су везе, па ће тако на монетарне услове утицати цене имовине и обрнуто. Ипак, није довољно фокусирати се искључиво на одступања од референтних вредности у појединим секторима, приликом укупне процене финансијске стабилности. Постоје студије које претендују да идентификују комплексне индикаторе који би боље предвидели или сигнализирани услове нестабилности. Ако је ових индикатора више, неопходна је њихова боља комбинација, која би обухватила интеракције између релевантних појединачних индикатора. Стојећи на својим маргинама ризик и ликвидност тржишта чине два најчешће коришћена приступа када је реч о финансијској стабилности земље, при чему је подједнако евидентно да и избор варијабли мора одражавати структуру финансијског система сваке земље. Тако се намеће идеја да је индикаторима банкарског система потребно доделити много већи значај од пуког тржишног финансирања.

С обзиром на кључну улогу банака у већини финансијских система, а посебно европских земаља, индикатори пословања банака имају посебан значај за очување финансијске стабилности (Јемовић, 2016). Ако су индикатори добро предвиђени, они имају низ значајних својстава, а уколико се анализа врши у неколико земаља, неопходно је да су упоредиви и на интернационалном нивоу.

Према извештајима о финансијској стабилности, а када говоримо о агрегатним мерама, неке мере су уведене тек недавно, па је још увек сувише рано говорити о процени њиховог учинка. Од сложених коришћених мера, Чешка народна банка, Швајцарска национална банка и Монетарно тело Хонг Конга, користе агрегатну меру која одражава или стабилност или слабост банака. Тако Швајцарска народна банка израчунава индекс нестабилности банкарског сектора на основу тржишних и билансних података, као и података добијених од надзорног органа, а који нису јавно публиковани. Овакав, континуирани индикатор, мери дестабилизацију на начин њеног процентуалног одступања од историјског тренда (Митровић, 2013).

Монетарно тело Хонг Конга је развило модел са циљем процене индикатора раног упозорења нестабилности банке. Овај модел користи кварталне макроекономске податке, процене ризика неиспуњења обавеза појединих банака и нефинансијских институција, путем кретања цена имовине и фактора контаминације (Hirofumi et al. 2015). Монетарно тело Хонг Конга израчунава и индекс монетарних услова који представља монетарни агрегат у економији. Чешка народна банка израчунава индекс стабилности банака применом пондерисаног просека под-показатеља стабилности банкарског сектора, што подразумева адекватност капитала, профитабилност, ликвидност, квалитет активе, али и кредитни и валутни ризик. Овако добијен индекс финансијских показатеља изражен је у виду стандардне девијације од историјског просека. Поред тога, Чешка народна банка израчунава сложене индексе финансијских услова, приказујући ликвидност и кредитну способност нефинансијских институција. Централна банка Турске израчунава индекс финансијске стабилности као пондерисани просек делимичних показатеља финансијске стабилности банака. Индекс је заправо комбинација шест области индикатора финансијске стабилности, која подразумева адекватност капитала, ликвидност, профитабилност, квалитет активе, ризик каматних стопа и девизни ризик. ЕЦБ израчунава комплексан индикатор ликвидности финансијског тржишта у еврозони, попут показатеља тржишне ликвидности Банке Енглеске. Индикатор ЕЦБ комбинује неколико мера

које покривају четири различита тржишта и три различите димензије ликвидности тржишта (чврстина, дубина и отпорност), као и премије ликвидности. Национална банка Мађарске израчунава индекс ликвидности такође у том правцу (Goddard et al. 2015).

У претходном одељку описан је начин примене агрегатних мера од стране појединих централних банака (Deyong et al. 2015; Goddard et al. 2015), који представљају кључне услове свих финансијских сектора или битних финансијских тржишта. По питању ставова о састављању јединствене агрегатне мере финансијске стабилности сложиле су се Банка Канаде и холандска банка, мада оне нису објављене у извештајима о финансијској стабилности. Банка Индонезије шири индекс финансијске стабилности израчунава на начин што упоредо са индикатором банкарског сектора, користи и главне макроекономске и екстерне показатеље на месечној основи, како би рефлектовала стабилност финансијског система. Одбор гувернера Система федералних резерви не објављује преглед финансијске стабилности, али зато располаже индексом финансијске слабости. Према Митровић (2013) стварање једне, универзалне агрегатне мере финансијске стабилности, веома је сложен процес, јер је и природа финансијског система сложена. Извештаји о финансијској стабилности би у сваком случају требало да покажу да ли је коришћена само једна или више агрегатних мера финансијске стабилности, као и да ли су имплементиране кључне варијабле у реалном, банкарском и финансијском сектору.

2.2. Композитни индекс финансијске стабилности

Банкарски сектор је *spiritus movens* економског развоја сваке земље, јер ефикасним процесом финансијске интермедијације усмерава своје ограничене финансијске ресурсе у најпродуктивније сврхе. Трансфером штедне банке постају посредници, јер изворе финансирања користе од штедно суфицитних ка штедно дефицитним економским јединицама. У ери економског раста улога савременог банкарског сектора створила је потребу за успостављањем стандарда извештавања, како би се на основу релевантних информација формирале тзв. контролне тачке супервизије и регулације. У том смислу говоримо о композитном индексу финансијске стабилности (Holl et al. 2012).

Као основни циљ ових контролних тачака истиче се мониторинг корпоративних перформанси банака и евалуација модела за управљањем банкарским ризицима. Ефикас-

на супервизија даје процену тренутног степена отпорности банкарског сектора на интерне и екстерне шокове, као и његову способност амортизације економских поремећаја. Овај приступ је заправо синтетички израз за ниво и адекватност капитала банака, квалитет менаџмента у банкама, квалитет активе, зарађивачку способност банака, ликвидни потенцијал банака и осетљивост на тржишни ризик. Поред тога, веома је значајна и процена перформанси банака, како на микро, тако и на макро нивоу. Приликом процене перформанси на микро нивоу долази до усмерења на критичне тачке оперативног функционисања појединих банака, што је заправо сигнал за промену пословне филозофије, менаџмента, редизајн пословних процеса, потребом за квалитетнијим управљањем активом и пасивом, ризицима, као и капиталом у банкама. У ситуацији када су перформансе појединих великих банака угрожене, долази до ескалације системског ризика, те самим тим и до стварања предуслова банкарске панике и финансијске кризе. Овакав методолошки приступ најпре је усвојен од стране регулатора у САД, са циљем евалуације финансијских и управљачких перформанси америчких комерцијалних банака. CAMELS анализа заснована је на евалуацији капиталних стандарда, активе, зараде, ликвидности, управљања и осетљивости на тржишни ризик финансијских институција. За примену ове методологије неопходно је првобитно извршити калкулацију одговарајућих релација између позиција из биланса стања, биланса успеха и биланса новчаних токова (Вуњак et al. 2012).

Капитал банке заправо представља њену способност за кредитну експанзију, али и за покриће губитака, насталих услед погоршања квалитета активе. Због значаја адекватности капитала, али и креирања услова за равноправну конкуренцију међународно активних банака, Базелски комитет за регулацију и супервизију је прописао минимални коефицијент адекватности капитала, дозвољавајући националним регулаторима и супервизорима конституисање строжијих захтева у погледу адекватности капитала. Квалитет активе је од приоритетног значаја за анализу, јер су кредитни и инвестициони портфолио банака најзначајнији представници њихове зарађивачке способности. У оквирима анализе квалитета активе евалуација се фокусира на неколико кључних подручја, који се односе на процену потенцијала раста и квалитета кредитног портфолија, анализу ризика портфолија и обиме отписаних кредита, као и успостављање и примену кредитне политике, процедура и система за класификацију кредита, процедура за прикупљање података и политику отписа потраживања (Вуњак et al. 2012).

У квантитативној анализи најчешће се примењује синтетички израз квалитета акти-
ве, који представља однос проблематичних кредита према укупним кредитним пласма-
нима. Ради се о такозваним неперформансним кредитима који подразумевају стање укуп-
ног преосталог дуга појединачног кредита (укључујући и износ доцње), по основу кога
дужник касни са отплатом главнице и камате 90 и више дана од иницијалног рока дос-
пећа; по коме је камата у висини тромесечног износа (и виша) приписана дугу, капита-
лизована, рефинансирана или је одложено њено плаћање, по основу ког дужник касни
мање од 90 дана, али је банка дала процену да је способност дужника да отплати дуг
погоршана и да је отплата дуга у пуном износу доведена у питање .

Према Вуњаку et al. (2012), у техничком смислу, евалуација система управљања
спроводи се и проценом карактерних особина, попут лидерства, техничке компетенције,
административних могућности, способности деловања у различитим ситуацијама, рес-
пектовању регулатива и закона, усаглашености интерних политика, посвећености у ис-
пуњавању легалних потреба заједнице. Ради се о квалитативним управљачким перфор-
мансама, које, као такве, доприносе ефикасности оперативног функционисања финан-
сијске институције. Са квантитативног аспекта, углавном се користи један или цела па-
лета индикатора, који репрезентују ефикасност у управљању трошковима. Ради се о ин-
дикаторима економичности, којима се успоставља релација између појединих категорија
трошкова и билансне активе.

Изузетно значајна оперативна перформанса банака је и ликвидност која подразу-
мева способност банке да задовољи антиципирану тражњу за финансијским средствима
и то, како на страни депонената, тако и на страни зајмотражилаца. У том смислу Вуњак
et al. (2012), наглашава да свака банка која одржава одговарајући ниво ликвидности има
способност да одговори изненадним потребама за ликвидним средствима у оперативном
пословању, сачува финансијско здравље у периоду финансијских криза, искористи
профитну шансу улагањем ликвидних средстава у инвестиције са натпросечним про-
фитним потенцијалом. Приликом одржавања ликвидности у банкама користе се три ком-
поненте: антиципирани будући приливи и одливи, приступ банке међубанкарском тр-
жишту новца и високоликвидна актива која се веома брзо може трансформисати у
готовину.

CAMELS анализа је формализован и стандардизован процес, заснован на квалита-
тивној и квантитативној оцени финансијског и управљачког потенцијала, пондерисању

одговарајућих квантитативних оцена и успостављању одговарајућих рејтинга појединих финансијских институција. После спроведених квантификација на одређеним подручјима (капитал, актива, менаџмент, зарада, ликвидност, осетљивост на тржишни ризик), ствара се аналитичка основа за поређење перформанси банака у односу на упоредне стандарде. Ови стандарди дефинисани су у односу на сваки од сегмената CAMELS анализе, полазећи од тога да се сваком појединачном сегменту додељује одговарајући рејтинг, поштујући при томе, одговарајуће критеријуме. Синтетизовањем сегментних рејтинга добија се коначни рејтинг финансијске институције, која је предмет поређења са осталим тржишним учесницима, али и реални показатељ функционисања анализираних банке. При анализама и рангирању појединих елемената, рејтинг се користи као квалитативна, а веома често и квантитативна оцена перформанси одређеног подручја, који примењује градуалистички приступ приликом додељивања рејтинг оцене (од 1 до 5), што кореспондира са квалитетом појединачног подручја перформанси (Trautmann, 2006; Berger et al. 2009; Christipulos et al. 2011; Вуњак, 2012).

Према цитираним ауторима, дескриптивна анализа појединих подручја перформанси на основу које се додељује рејтинг оцена подразумева неколико категорија, од којих се најпре полази од рејтинга капитала. Ово подразумева да се рангирање одвија у зависности од степена испуњености капиталних захтева и профитних перформанси банке, узимајући у обзир и квалитет активе, рацио неперформансних кредита и могућност привлачења свежег капитала. Уколико дође до погоршања ових индикатора, банка добија све слабији рејтинг, који се креће у распону од 1 (најбољи) до 5 (најслабији). Најслабији рејтинг представља високе оперативне губитке, инфузију свежег капитала, након чега долази до погоршања ликвидности банке, а угрожен је и капитал због потенцијалних губитака. Уколико рацио проблематичних кредита пређе проценат од 5,6%, неопходна је стриктна регулација и супервизија, а у неким случајевима и надзор регулаторног органа (Вуњак, 2012).

Друга категорија је рејтинг менаџмента, где критеријуми почивају на стручним и професионалним компетенцијама менаџмента у погледу стварања и имплементације политика и процедура управљања ризицима, планирања, анализе, мониторинга, портфолија, контроле и ревизије пословања. Првокласни рејтинг повлачи са собом највиши ниво стручне одговорности и професионалне етике.

Код рејтинга зарада, као трећег фактора, истичу се степени профитабилности, као најважнији параметри зарађивачке способности. Способност банке за значајан прилив готовине, могућност исплате дивиденди без угрожавања адекватности капитала, као и висок ниво резерви, показатељи су највишег могућег рејтинга.

До погоршања индикатора ликвидности долази услед недовољног планирања, анализе и праћења прилива и одлива депозита, а уколико су ови проблеми израженији, неопходна је и интервенција регулатора. Trautmann (2006), Berger et al. (2009), Christipulos et al. (2011) истичу да је при озбиљним недостацима ликвидности неопходно спровођење хитних регулаторних акција, где активан рад менаџмента, у смислу управљања ликвидношћу и потенцијалне помоћи других финансијских институција, има за циљ превазилажење проблема ликвидности и евентуалног банкротства банке.

Још један од фактора приликом доделе рејтинга је и рејтинг осетљивости на тржишни ризик. Код тржишног ризика посебна се пажња посвећује осетљивости на неповољна кретања цена робе затим девизног курса, каматних стопа и цена фиксне активе.

Евалуацијом и рангирањем поменутих шест основних елемената CAMELS методологије, ствара се композитни индекс, синтетичка мера за процену финансијских и управљачких перформанси банке, док је индексна оцена кључна за доделу рејтинга. Овде се пре ради о квалитативној, него о квантитативној оцени, која је добијена на основу просека свих ранжираних компоненти, где се на скали од 1 до 5 додељује или композитни рејтинг 1, који представља најснажније перформансе, или композитни рејтинг 5, који означава најслабије перформансе банке (Вуњак et al. 2012).

2.3. Систем раног упозорења и стрес тестови

Након избијања финансијске кризе, вршена су опсежнија истраживања индикатора раног упозорења, као и начини идентификације могућих финансијских опасности. Сврха индикатора раног упозорења односила се на идентификацију нестабилности, како би се креаторима политике дало довољно времена да реагују и смање трошкове санирања евентуалних последица које произилазе из оваквих догађаја. Заправо, индикатори су полазна основа где се сви учесници, па тако и друге институције на финансијском тржишту, упозоравају о потенцијалним ризицима, као претњи финансијској

стабилности, у циљу да идентификације и предузимања активности које ће их заштити од потенцијалних ризика (Митровић, 2013).

Финансијски систем је доживео значајну трансформацију у погледу услуга које се нуде на тржишту. Тако је дошло до консолидације банкарског и осталих сектора привреде, финансијског продубљивања, повећања учешћа иностраног капитала и др. Упоредо са овим процесима, повећала се и осетљивост банкарског, а затим и читавог финансијског система на негативне шокове. Примена индикатора подразумева респектибилност свих појединости финансијског тржишта и на међународном и на националном нивоу, како би се након детаљног просуђивања и дубље анализе, као и сталног мониторинга одређене ситуације у финансијском и привредном систему, благовремено реаговало од стране надлежних власти (Митровић, 2013).

Развоју индикатора раног упозорења посебну пажњу су посветиле међународне институције, ММФ и Европска комисија. Препоруке ММФ (2006) акцентују 40 индикатора финансијске стабилности, од чега се 25 индикатора односи на институције које примају депозите (од чега је 12 „core” индикатора) и 15 индикатора који се односе на клијенте институција које примају депозите, подразумевајући и остале финансијске корпорације (5 индикатора), домаћинства (2 индикатора) и тржиште некретнина (4 индикатора).

Фонд је прописао (core) основни сет индикатора који се односи искључиво на депозитне институције (deposit takers), одвојених у подгрупе: индикаторе адекватности капитала, индикаторе зарада и профитабилности, индикаторе квалитета aktive и индикаторе ликвидности. Индикатори адекватности капитала функционишу на релацији регулаторног капитала и ризика пондерисане aktive, као и односа нето провизије на лоше кредите и капитал. Индикатори квалитета aktive подразумевају два индикатора, при чему оба зависе од пословања клијената и од концентрације кредита, односно релације лоших и укупних кредита, секторску расподелу кредита и укупних кредита.

Септембра 2010. године Европска комисија је представила нову Процедуру за превенцију и корекцију макроекономске неравнотеже, базирану на сету индикатора (scoreboard) и њиховој економској анализи. Сврха ових мера је анализа економских неравнотежа и откривање рањивости у раној фази, али и дефинисање такве политике које ће

спречити њихову даљу експанзију. Палету ових индикатора чине две групе и то: индикатори спољне неравнотеже (екстерне позиције и конкуритивности) и индикатори унутрашње неравнотеже (тржиште некретнина и задуженост) (Митровић, 2013).

Европски самит Пакта за стабилност и раст послужио је за доношење најновијих решења, усвојених од стране Савета Европе, по питању индикатора раног упозорења. Ојачани Пакт за стабилност и раст (СПП), који је ступио на снагу децембра 2011. године, изнео је нови сет правила везаних за економски и фискални надзор. Нове мере, тзв. „пакет-шест“, чине пет прописа и једна директива и предложени су од стране Европске комисије, а одобрени од стране свих 27 земаља чланица и Европског парламента у октобру 2011. године. Ова промена представља јачање економског управљања у ЕУ и еврозони. Законодавни пакет подразумева конкретне кораке ка обезбеђивању фискалне дисциплине у циљу стабилизације привреде и спречавања нових криза у ЕУ.

Митровић (2013) истиче да је систем раног упозоравања (The early warning indicators) у ЕУ базиран на праћењу сета од десет индикатора који обухватају главне изворе макроекономских неравнотежа. Циљ система је да процени да ли су идентификоване потенцијалне неравнотеже мале или проблематичне.

Реч је о следећих десет индикатора, са дефинисаним праговима толеранције, и то:

1. Три године уназад покретни просеци текућег рачуна платног биланса као проценат БДП (праг од +6% БДП и -4% БДП);
2. Нето међународна инвестициона позиција као проценат БДП (праг од -35% БДП);
3. Петогодишња процентна промена извозног тржишног учешћа, исказана вредносно (праг од -6%);
4. Трогодишња процентна промена у номиналном јединичном трошку рада (праг од +9% за Еурозону и +12% за земље изван зоне евра);
5. Трогодишња процентна промена реалног ефективног курса на основу НЦР/СРП дефлатора, у односу на 35 осталих индустријских земаља (праг од -/+ 5% за еурозону и -/+11% за зону изван еура);
6. Дуг приватног сектора, у % БДП (праг од 160%);
7. Кредитирање приватног сектора (у % БДП, са прагом од 15%);
8. Годишња промена цена некретнина у односу на Еуростатов дефлатор потрошње (праг од 6%);

9. Државни дуг у % БДП (праг од 60%);
10. Три године уназад покретни просек стопе незапослености (праг од 10%).

Применом оваквог пакета мера очекује се умањење акумулиране неравнотеже у земљама еурозоне и ЕУ и креирање решења која ће ублажити негативне последице, створене најпре финансијском, а затим економском и дужничком кризом у региону. Свакако да на питање да ли ће примена овако снажног сета мера успети у решавању неравнотежа креираних у дужем временском периоду у прошлости још увек нема одговора (Митровић 2013).

Када говоримо о стрес-тестовима њихову систематизацију по врсти и обухватности тестова, изведена на основу глобалне литературе налазимо код Јемовић (2016). Стрес тестови се углавном користе у оцени стабилности банкарског сектора, обзиром на банкоцентричност већине финансијских система. Како се солвентност институције оцењује рачунањем њене нето-вредности, тј. разлике између вредности активе и обавеза, то се код ових тестова оцењује да ли ће у хипотетички веома ризичном сценарију, финансијска институција или систем у целини имати позитивну нето вредност (Јемовић, 2016).

По Јемовић (2016) солвентност институције оцењује се и праћењем кретања показатеља адекватности капитала, у ком случају се сагледава да ли ће стопа адекватности капитала банкарског сектора у случају материјализације претпостављених шокова остати изнад регулаторног минимума. Стрес-тест ликвидности се користи за оцену отпорности банке на шок ликвидности, тј. изненадни одлив средстава из банке услед значајног повлачења депозита или замрзавања међубанкарског тржишта. У ситуацији када банка располаже ликвидним облицима активе, она настале шокове ликвидности може са лакоћом неутралисати. Међутим, у ситуацији када у њеној активи доминирају неутрживи кредити или је тржишна вредност средстава обезбеђења знатно испод књиговодствене вредности, банка се проглашава неликвидном (Јемовић, 2016).

Извођење стрес-тестова базира се на два приступа и то одоздо на горе и одозго на доле. Први приступ сагледава утицај различитих макроекономских шокова и сценарија на варијабле финансијског сектора коришћењем података на нивоу индивидуалних институција или портфолиа, док други приступ користи агрегатне податке. Коришћењем

агрегатних података у случају првог приступа, може се превидети концентрација изложености на нивоу индивидуалне институције, као и повезаност међу институцијама где овај приступ искључује ризик да се тржишни неуспеси код једног броја институција пренесу и на остатак система, док други приступ користи детаљније податке, превазилази ризик концентрације и преношења, али се код великих и комплексних финансијских институција суочава са озбиљним рачунским проблемима (Јемовић, 2016).

Све напред наведено предочава низ потешкоћа у системском управљању финансијском стабилношћу и суштинске проблеме банкарске супервизије и као такво није довољно за успостављање трајне и одрживе архитектуре финансијске стабилности, поготово на нивоу ЕУ, те у институционалу архитектуру треба укључити и монетарну и фискалну политику.

3. Управљање системским ризиком

3.1. 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 преумерења 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 проizaћи 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 јаким 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 ефикасности 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, потребног 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 ендегени 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), Demirguc-Kunt (2015), Cetoreli (2015) потврђују исто у својим опсежним истраживањима.

3.2. 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 Ghote (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.

3.3. 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 инфлације, 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 пруденцијално 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 укореењена, 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 коњуктеуре 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 коњуктеуре 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 узјамно конзистентне и помогну у постизању макроекономске стабилности.

3.4. 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 национално-наднационално 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 неподударања 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 економско-социјални 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.

3.5. Улога и значај међународних финансијских институција у управљању финансијском стабилношћу

Међународне финансијске институције су биле и остале супервизор и кључни фактори обезбеђивања финансијске стабилности. Њихов значај огледа се првенствено кроз утицај на земље у развоју, где се у интеракцији са високо развијеним економијама брину за успостављање глобалне равнотеже. С тим у вези, утицај структурног условљавања којим првенствено ММФ управља, експлицитно указује на значај који ММФ има у условима сопствене моћи да преобличи структуре националних економија земаља-дужника, чиме условно утиче на финансијску стабилност. Постављањем бројних услова, као фактора структурних промена, имплицитно се сугерише да је њихово неиспуњење једина препрека на путу пожељне економске структуре. Неометано структурално условљавање ММФ обезбедило би остваривање жељених промена. Увођењем структурних услова у другој половини осамдесетих извршена је највећа експанзија условљавања ММФ у његовој досадашњој историји, коју није досегао ни последњи талас макропруденцијалних захтева.

Пораз социјалистичких економија почетком деведесетих, учврстио је улогу ММФ као економског (и политичког) реформатора, чији су примарни задатак структурне реформе (Гавриловић 2018). ММФ постао је њихов главни ментор и надзорник, јер су све земље у транзицији молиле за помоћ приликом деконструкције старог централно-планског и изградњи новог тржишног економског система. Азијска криза је показала да се свака земља-дужник мора подврћи структурним условима, без обзира на ниво економске развијености, узроке проблема и врсту и износ аранжмана са Фондом. „ММФ је захтевао структурну реформу, тј. промене које увелико превазилазе оквире монетарне и фискалне политике, као предуслова за одобравање зајмова привредама у кризи.” На тај начин су структурни (квалитативни) услови постали доминантни у односу на макроекономске (квантитативне) услове (Гавриловић, 2018).

Избијањем кризе у зони евра, структурни услови постају преобладајући, пре свега када је реч о њиховој дубини. У то време је Грчка, као земља најтеже погођена кризом, постала полигон за малтене неспутано експериментисање са структурним условима.

Програм Тројке³ наметнуо је структурне реформе кризним државама као услов за пружање помоћи. Најзахтевније реформе наметнуте су Грчкој и биле су запрепашћујуће неефикасне, а понекад чак и деструктивне. Ово из разлога што је у Грчкој владала незапосленост, а 60% младих остало је без посла.⁴ Структурни програми нису имали великог удела по бројности, а још мање према одобреном износу и били су намењени само најпроблематичнијим и најсиромашнијим дебиторима (Гавриловић, 2018). Међутим, проблем је у томе што су структурни услови постављани и у тзв. стабилизационим програмима, због чега се валидни закључци не могу изводити само из релативног односа номиналних програмских модалитета. Структурни услови су наметани у свим врстама програма, укључујући традиционалне стабилизационе stand by аранжмане.

Структурно условљавање ММФ започето осамдесетих година, достигло је зенит средином наредне деценије. Промене у опсегу и интензитету структурних услова након 2009. године нису битно измениле њихову дубину, што потврђује и једно скорије истраживање политичке осетљивости ових услова, засновано на узорку од 23 земље којима је Фонд одобравао кредите од почетка октобра 2011. до краја августа 2013. године (Гавриловић, 2018). Међутим, ово није одраз промене политике структурног условљавања ММФ, већ профила клијената у периоду од 2011. до 2013. године.

Гавриловић (2018) истражује да структурна дубина дефинише три категорије услова: (а) велике структурне дубине, (б) лимитиране структурне дубине, и (в) мале дубине или њихов потпуни изостанак. У том смислу, услови велике структурне дубине могу довести до трајних промена институционалног амбијента, које се односе на законске промене (одобравање, усвајање или проглашавање закона у парламенту је један од примера). Услови лимитиране структурне дубине инволвирају једнократне мере, од којих се очекују брзи и значајни ефекти, које се деле на: једнократне мере са условљеним прихватањем (објављивање федералног буџета или припрема специфичне ревизије) и квази макро квантитативне услове (као промене контролисаних цена, ограничавање плата, лимитирање дуга). Остали примери су организационе промене (стварање владиних агенција, увођење аукција трезорских записа), постављање пилот-система или пројеката, и примена постојећих закона или регулативе. Услови ниских структурних дубина

³ О програму Тројке више у трећем делу и закључним разматрањима.

⁴ Више о грчкој кризи у наредним поглављима.

обухватају услове који сами по себи не могу да изазову ни структурне ни макро-економске промене (најава планова, стратегија или закона). Према Гавриловић (2018), методолошко поимање структурне дубине услова ММФ донекле објашњава виђење његових експерата, али исто тако изазива и недоумице укључивањем квантитативних макроекономских услова у услове који изазивају структурне промене. У том контексту промакла је и једна контрадикторност, јер, према теорији рационалних очекивања, најаве планова, стратегија или закона не могу бити економски неутралне. Према истом извору, од укупног броја структурних услова у анализираном узорку од 1.567 услова из 43 програма одобрених у периоду 1999-2003, било је 248, односно 4% структурних услова, лимитиране структурне дубине: 53% и мале структурне дубине или уз њено потпуно одсуство: 43%.

Официјелни извештаји повремено наглашавају да за структурно условљавање није одговоран само ММФ већ и остале међународне организације, са Светском банком на врху (Гавриловић, 2018). Светска банка и њене агенције очигледно се посматрају као млађи партнери лидерске институције. Разумљиво је да одговорност ММФ не треба схватати у изворном смислу овог појма, већ у смислу добијеног мандата. Повезаност криза националних економија са глобалним турбуленцијама није од већег значаја за одлучивање о постављању нових и мењању претходних структурних услова. Исто тако, (не)делотворност ових услова није спречавала њихово бујање, што се јасно показало на трагичном примеру Грчке (Гавриловић, 2018).

Међузависна мрежа која спаја финансијске институције и финансијска тржишта даје прецизнију слику стварне везне архитектуре глобалног интегрисаног финансијског система. Спајањем мрежа финансијских институција са мрежама инфраструктуре финансијског тржишта, уклања се модуларност, што повећава финансијску нестабилност, јер мрежа у том случају не успева да изолује повратне информације, а задржава своје робусне, а опет крхке карактеристике (Berndsen et al. 2018), што је генерално закључак улоге, значаја и ефеката које међународне монетарне и финансијске институције имају у спрези са деловањем националних финансијских институција и међународних финансијских тржишта. Више речи о овом значајном глобалном финансијском гепу, дакле о важности системског ризика везаног за инфраструктуру, говорићемо оквиру наредног наслова.

3.6. Управљање финансијском стабилношћу у сложеним финансијским системима

Дебата о преференцијалном избору политике у финансијском циклусу и третирању ризика међусобне кооперације и заједничких изложености показује да блиска координација између микропруденцијалних и макропруденцијалних органа може много да допринесе у усклађивању политика, уз очување њихових примарних циљева. Ипак, могу постојати и неспојиве разлике, те је у циљу решавања таквих ситуација потребно успоставити одређене механизме, како би се осигурала јасноћа одговорности и финална усклађеност мера политике. Значајна предност оваквих механизам управљања и одговорности је што они омогућавају благовремено предузимање мера. Ово се односи на микропруденцијалне супервизоре, који треба да предузму превентивне мере и на макропруденцијалне органе, који ће имати специфичан задатак да често реагују на основу процене и пре него што ризици постану очигледни, или да спроведу мере које имају озбиљан утицај на економске актере далеко изван финансијског сектора. Реалан степен транспарентности макропруденцијалног органа биће од суштинског значаја, а регулаторна поставка институционалног устројства може додатно ојачати подстицаје за кооперацију и разумевање различитих области политике. Оваква поставка може укључивати унакрсну заступљеност власти у телима која доносе одлуке о политикама. Овај механизам може се применити у ситуацији када се микропруденцијални и макропруденцијални мандати додељују засебним властима, а постојећи институционални модел омогућава овакво решење.⁵

Међусобно представљање и једних и других у управној структури може се сматрати напредним обликом сарадње и размене информација, што подразумева већ наведене користи. Пракса потврђује да је активно учешће креатора микропруденцијалне политике у целокупној формулацији и спровођењу макропруденцијалне политике суштински део овог механизма координације. Макропруденцијални орган треба да буде инволвиран у вођење микропруденцијалне политике, али не и у доношење одлука надзорних органа, које се тичу појединачних институција. Овакви механизми драстично ће се смањити, али неће у потпуности уклонити вероватноћу неслагања. Иако постоје важни аргументи које треба размотрити у погледу тога да ли статутарни циљ било којег од ових органа може

⁵ Случај Уједињеног Краљевства.

бити конфузан или нејасан због овог модела, треба напоменути да се ово питање односи на било који орган којем је дат двоструки мандат (Stockdale-Otárola, et al. 2017).

Формирање координационог одбора може бити корисно средство када не постоји један макропруденцијални орган, него су мандати за микропруденцијалну и макропруденцијалну политику (финансијска стабилност), додељени бројним агенцијама (нпр. финансијска стабилност је делегирана централној банци, али и секторским или интегрисаним микропруденцијалним супервизорима, као што је случај у Аустралији, Канади, Индији, Кореји и Мексику. Он може бити користан чак и ако нема овлашћења да креира или спроводи политику. Свака представљена институција има свој примарни циљ, али успут олакшава дискусију, ствара боље разумевање и помаже у изградњи међусобне сарадње. Немогу сви важећи правни оквири омогућити неопходну размену информација како би овај механизам добро функционисао. Микропруденцијални органи често су заступљени у одборима који су одговорни за макропруденцијалну политику.

Присутно је свакако и додељивање оба мандата једној институцији. Једна институција одговорна за обе политике неће уклонити постојеће тензије, али ће их интернализovati и тако осигурати да органи говоре једногласно. Овим приступом може се избећи штета по кредибилитет и делотворност обеју политика. Једна институција ће донети коначну одлуку, али како ће се расправе и дебате водити интерно, то ће бити на штету транспарентности процеса уколико се не успоставе додатни механизми комуникације, или путем јавних говора, објављивањем записника са релевантних састанака одбора или публиковањем докумената о политици. Прецизни процеси доношења одлука биће важни унутар институције, али локалне околности ће одредити да ли их треба потпуно раздвојити.

Поштујући чињеницу да су макро и микро димензије у употреби пруденцијалних инструмената веома испреплетене, из тог разлога није неопходно да процеси буду издиференцирани у потпуности, за разлику од монетарне политике. На крају, локалне специфичности, као што су степен концентрације у финансијском систему, правни оквир, функције и капацитети постојећих институција, одредиће избор институције и њено специфично устројавање. У многим земљама, централна банка је институција која има оба мандата (Бразил, Бугарска, Чешка Република, Малезија, Сингапур и Тајланд).

Као механизам могу се користити и препоруке, уз назнаке „усагласити или објаснити“. Јавне, транспарентне препоруке, са елементом „усагласи или објасни“ које је издао макропруденцијални орган, могу се користити за вршење додатног притиска у циљу постизања договора. Овакве препоруке би требало издавати без јавног објављивања, али би то, по дефиницији, био нетранспарентан приступ који умањује притисак на усаглашавање. Препоруке могу предлагати креирање или активирање инструмента потребног за решавање системског ризика или за укидање политика које су идентификоване као извор системског ризика. Уколико се не поступа у складу са њима, а разлози се јавно објављују, одговорност за системски ризик *de facto* постаје заједничка. Коришћење процедуре препорука ствара притисак и очекивање да ће се деловати. Транспарентност може додатно помоћи у превазилажењу предрасуда које фаворизују нечињење. Успоставити хијерархију није једноставан задатак, а доношење одлука ће и даље бити тешко чак и ако се избегну неуспеси политике (Hollow et al. 2016).

Задржавање одређеног степена флексибилности у процесу може бити корисно, с обзиром на то да је концепт системског ризика још увек у повоју и да се разумевање могућих инструмената и теорија политике још увек развија. На крају крајева, важност која се придаје одређеним циљевима политике ствар је националне и политичке преференције. Детаљно устројство утицаће на квалитет процеса, као и на то да ли финална одлука о политици има јаке, добро испитане и аналитичке темеље који узимају у обзир циљеве обе политике. Функција регулације може бити комплетна или ограничена, аутоматска или адаптивна, или чак да зависи од испуњења одређених критеријума.

Разматрањем макропруденцијалне регулације долази се до чињенице да она не сме угрозити минималне стандарде које примењује микропруденцијални супервизор. И мада би се надглашавање могло разматрати у посебним околностима, то не би био прикладан перманентни приступ, јер би се међународни консензус о микропруденцијалним стандардима сломио, ако би се рутински издвојио. Ово ограничење, међутим, не искључује коришћење макропруденцијалне регулације у оним случајевима када национални супервизори примењују захтеве изнад међународно договореног минималног нивоа. Поступак регулације могао би да има утицај на независност органа који је предмет регулације. Принципи ефективне супервизије банака антиципирају принцип који дескриптује стандард независности микропруденцијалног супервизора. Не постоји уплитање владе или индустрије које би угрозило оперативну независност супервизора. Супервизор има

пуно дискреционо право да предузме било које надзорне радње или одлуке о банкама и банкарским групацијама које су под његовим надзором (Hollowm et al. 2016).

У настојањима да се ускладе микропруденцијалне и макропруденцијалне политике, ниједан појединачни приступ не може задовољити све јурисдикције, поштујући различите постојеће структуре као и искуства унутар њих. Значајне неизвесности које се тичу утицаја политика, и наше еволуирајуће поимање системског ризика, такође захтевају флексибилан приступ према механизмима чији је примарни циљ међусобно унапређење координације. Међутим, могуће је издвојити водеће принципе који би појединим земљама могли да помогну приликом избора приступа који промовише квалитет креирања политике и предлога и пружа већу сигурност и јасноћу резултата у спровођењу политике. Јакe комплементарности између обе политике које би требало искористити кроз механизме који доприносе блиској и конструктивној сарадњи међу надлежним органима свакако постоје. Овакви механизми треба да се заснивају на експлицитности у погледу одговарајућих мандата и улога микропруденцијалних и макропруденцијалних органа, али и на јасно дефинисаној подели инструмената између њих. Како би се постигао потребан високи квалитет креирања политике, отворени дијалог, размена информација, анализа и међусобно разумевање, предуслови су за координирану комуникацијску стратегију између релевантних органа и круцијални су за ефективно усмеравање тржишних очекивања. Кредибилност комплетног политичког деловања често од органа захтева да говоре једногласно.

Иако су поменути механизми већ успостављени, увек ће постојати примери тензије између политика, а посебно на прекретницама кредитног циклуса и у фази негативног тренда. Велики број конструктивних примера из праксе може помоћи у ублажавању оваквих тензија. Мања је вероватноћа да ће се тензије појавити ако се на врхунцу циклуса конституише здрав и отпоран ниво капитала. Тестови отпорности (stress tests), који укључују и микропруденцијалне и макропруденцијалне органе могу бити од изузетне важности приликом постизања заједничке процене такве отпорности. Уколико је потребно појачати капиталне резерве, препорука је да се циљ дефинише као износ капитала, уместо рација капитала, иако се чини да су досадашња искуства давала различите резултате. Глобално гледано, договор ће се много лакше постићи уколико микропруденцијални супервизор учествује у дефинисању макропруденцијалне политике и узима у

обзир његову процену у контексту системског ризика приликом постављања захтева према другом стубу. На располагању би требало имати здрав оквир за решавање конфликта, који микропруденцијалном супервизору омогућава да по потреби uklони неефикасну институцију из система без изазивања ризика од контаминације.

Такође, у циљу осигурања извесности и јасноће политике, могу се размотрити и неке структурне или хијерархијске мере за решавање ванредних ситуација, када разлике у ставовима органа и даље егзистирају. Овакве мере могу укључивати унакрсну репрезентацију органа у међусобним управним структурама, доделу оба мандата једној институцији или давање овлашћења за доношење препорука „усагласити или објаснити”. У крајњем случају, застој у успешном спровођењу политике се може избећи увођењем хијерархије политика, где један орган има моћ да надгласа одлуку другог. Успостављање такве хијерархије, међутим, није једноставан задатак јер проузрокује штету насталу у облику губитка независности једне од двеју политика. Ово је посебно осетљиво питање у сложеним финансијским системима, имајући у виду нехомогеност држава и присуство регулације на два нивоу. С тим у вези, остатак дисертације анализираће изазове на које наилазе регулаторни органи у активностима обезбеђења финансијске стабилности у Европској унији.

Д Р У Г И Д Е О
ИНСТИТУЦИОНАЛНА КРИЗА И ИЗАЗОВИ
ПОЛИТИКЕ ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ
ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

I. ПОЛИТИКА ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ ЕУ

1. Економска историја и различити аспекти функционисања ЕУ

1.1. Настанак и развој ЕУ – преглед конституционалних оквира

Уговором о оснивању Европске економске заједнице (ЕЕЗ), склопљеног у Риму 1957. године између шест западноевропских земаља (Француска, Италија, Западна Немачка, Луксембург, Белгија и Холандија), третира се почетак реализације идеје изградње најпре заједничког, а потом и јединственог тржишта на тлу данашње Европе. Циљ у смислу елиминисања царинских баријера практично је операционализован афирмацијом принципа, тзв. четири слободе, односно слободним кретањем роба, капитала, радне снаге и услуга. У току полувековног повећања броја земаља чланица и вертикалног интегрисања створен је економски простор на коме су привредни токови у највећем степену слободни, односно неспутани интервенистичким активностима националних влада (Ристић, 2018).

Европска унија је регионална организација европских држава кроз коју чланице остварују своје заједничке циљеве који се у том смислу првенствено односе на уравнотежен привредни и друштвени развој, високу стопу запослености, заштиту права и интереса грађана. Европска унија је наднационална заједница европских земаља настала као резултат процеса сарадње и интеграције у периоду после Другог светског рата.

Постојање интересовања за придруживање најбољи је доказ о томе да се Европска унија у међународној заједници доживљава као успешан и функционалан пројекат. Његова привлачност огледа се у томе да већина грађана у државама нечланицама има перцепцију Европске уније као простора безбедност и благостања. Наравно, говоримо о конституционалним аспектима ЕУ, не правећи прејудикцију на исходе истраживања у овој докторској дисертацији. У том смислу је идеја о европском јединству значајна и са аспекта економске и финансијске одрживости ЕУ пројекта, и са аспекта геополитике и са аспекта глобалног макроекономског управљања али и са увидом у уткане слабости у констукцији ЕУ, што је предмет истраживања у овом раду.

Идеја о Европи као културној и политички јединственој територији појавила се много пре двадесетог века и многи су је обликовали на различите начине и са различитим циљевима, али је она дуго постојала као утопија која није могла да се примени због тре-

нутног поретка у Европи. У улози хегемона, како политичког тако и економског, смењивале су се велике силе, као што су Француска, Енглеска, Аустро-Угарска, па се идеја о уједињеној Европи губила због сукоба или се национализовала. Потреба за успостављањем унутрашњег мира у Европи довела је до јачања замисли о уједињеној Европи и до појаве организованог пропагирања те замисли, па чак и до удруживања покрета за уједињење Европе из разних земаља. Међутим, тек са сазревањем политичке свести, услед два светска рата која су донела велика разарања и деградацију дотадашњих односа у свету уопште, долази до озбиљнијег става према стварању једног вида уједињења у Европи. Ту и такву интерпретирану идеју везујемо за 1946. годину и Винстона Черчила.

„Наравно, интегрисање европских држава је процес који је спор и нимало једноставан, те он и даље траје мењајући свој обим и значење сваке године.“ (Ристић, 2018).

Крагуљ (2005) и Прокопијевић (2012) обраћају пажњу на глобални историјски контекст у коме је стасавала идеја евроинтеграције и констатују да је већ после Другог светског рата започело стварање сасвим новог монетарног система, чије су тенденције биле спречавање финансијских ломова широких размера и успостављање неопходне стабилности у свету. У том правцу било је евидентно да је поред политичког, било неопходно извршити и економско уједињење Европе, као предуслова општег опоравка и помирења. У меморандуму Европске комисије, познатом по називу Марјолин, октобра 1962. године први пут је покренута идеја о формирању монетарне уније у Европској економској заједници. То време карактерише систем међусобно постављених курсева, успостављених још у Бретон Вудсу, те практично није постојао простор за ново фиксирање шест валута земаља чланица. Из тог разлога, иницијатива за монетарну интеграцију обновљена је тек након што је постало јасно да бретонвудски споразум више не функционише. Овај догађај одиграо се на самиту у Хагу, 1969. године, на састанку којим је председавао Пјер Вернер, тадашњи премијер Луксембурга. На основу постигнутих преговора формиран је Вернеров извештај, који предвиђа стварање монетарне уније већ почетком седамдесетих и предлаже да се централне одлуке доносе на нивоу ЕЕЗ. У извештају се такође наводи да је неопходно увођење потпуне конвертибилности валута, фиксних паритета, јединственог и слободног кретања капитала, стварања јединственог монетарног механизма и система централних банака на нивоу Заједнице, са заједничком монетарном и кредитном политиком (Крагуљ, 2005).

Вернеров извештај је аутоматски прихваћен, те је одмах формиран Европски фонд за монетарну сарадњу, али сама идеја је неславно прошла, јер су споразум накнадно одбациле Француска, Велика Британија и Италија. Овај предлог Италија је одбацила услед своје унутрашње политичке нестабилности, као и повећаног утицаја комуниста у њеном политичком животу. Британија је присуствовала договорима, али је и даље чувала позицију свог суверенитета, док се Француска константно налазила између неповерења према Немачкој и опозиције у свом парламенту и домаће јавности. Иако је почетак био неуспешан, већ 1978. године усваја се Декларација о формирању Европског монетарног система, са циљем да потврди решеност за успостављањем што веће економске сарадње између европских држава и формирања заједничке валуте.

Доласком Жака Делора на место председника Европске комисије, убрзано је стварање Монетарне уније, те је формирана комисија која је требало да проучи све проблеме на које се евентуално може наићи. Ипак, мишљење ове комисије усвојено је тек 1989. године, чиме је и прихваћено стварање Уније са почетком 1.7.1990. године. Стварање Европске монетарне уније до тада је био најкомпликованији корак у европским интеграцијама, јер представља низ привредних својстава земаља одређеног квалитета и одговарајућих одлука. Монетарна унија је уведена кроз три етапе, као што је и предвиђао Делоров извештај, али су оне у међувремену претрпеле многе измене.

1.2. Економски и финансијски аспекти функционисања ЕУ

Основни циљеви економске политике ЕУ слични су онима који обележавају и парцијалне националне економске политике држава чланица, а огледају се у остваривању континуираног привредног раста и обезбеђењу стабилности цена, високог нивоа запослености, уравнотеженог платног биланса, здравих јавних финансија и стабилних монетарних услова, подстицању економске и социјалне интегрисаности на нивоу ЕУ, као и високог нивоа међународне конкурентности привреде ЕУ.

Механизми за реализацију економске политике ЕУ су унутрашње тржиште, економска и монетарна унија и јака координација националних економских политика. Централни ослонац заједничке економске политике је унутрашње тржиште ЕУ (прецизније: европски економски простор), са акцентом на политици елиминисања тржишних ба-

ријера која обухвата следеће мере, по њиховом редоследу приоритета, и то: мере за усклађивање техничких прописа и стандарда, мере за отклањање административних баријера, мере за усклађивање царинских формалности, мере за хармонизацију прописа о превозу, мере за усклађивање разлика у порезима на промет, хармонизацију и ограничавање мера за контролу капиталних трансакција, хармонизацију процедура приступа и уклањање рестрикција у јавним набавкама, као и мере за уједначавање поступака имплементације и примене закона ЕУ. Базни елемент заједничке економске политике сачињен је од економске и монетарне уније. Припреме за успостављање заједничке монете без заједничке државе, увођење евра од 1. јануара 1999. године у 12 држава ЕУ и активности на одржавању стабилности монете од средине деведесетих година прошлог века, обезбедили су изузетне успехе у санацији (националних) буџета и спречавању инфлације.

Из доступне, обилне литературе Крагуља (2005), Прокопијевића (2009, 2012), Џомбића (2010), Шубаре (2016), Фуртула et al. (2010), Ристића (2013, 2018), Радосављевића et al. (2019), Муратовића (2011), Лацића (2009), закључујемо да се основни циљеви монетарне и економске политике ЕУ огледају у успостављању заједничке (универзалне) валуте, са високом стабилношћу цена и уравнотеженим и континуираним развојем са високим нивоом запослености (основни механизми за њихову реализацију су Европска централна банка и европски систем централних банака), унапређењу заједништва у реализацији монетарне политике и тесне координације националних економских политика. Евро је тако, постао један од најупадљивијих симбола европске интеграције. У Мастрихту су прописани стриктни критеријуми за улазак у монетарну унију и свака земља је имала обавезу да их испуни. Посебан нагласак био је на ригорозној дисциплини буџета, ригидној контроли јавних дугова и ниској инфлацији.

У оквиру временског периода, предвиђеног за јединствену монетарну унију и зачетак заједничке валуте, 11 држава је са више или мање проблема ушло у „еврозону“, али не и свих 15 чланица ЕУ. И мада су Велика Британија и Шведска испуњавале критеријуме за улазак у монетарну унију, оне су ипак, решиле да одложе свој улазак све до уласка Грчке. Основа тесне координације националних економских политика и права за учешће конкретне државе чланице ЕУ у економској и монетарној унији свакако је испуњење критеријума конвергенције, чији је основни садржај одређен Уговором о Економској заједници и обухвата стабилност цена (као квантитативна мера одређено је правило да стопа инфлације сме бити максимално 1,5% виша од просека три земље економске и

монетарне ЕУ са најнижом инфлацијом); контролисани (мали) буџетски дефицит, за који су као квантитативни критеријуми одређена следећа актуелна правила: укупни буџетски дефицит не сме бити већи од 3% годишње вредности бруто друштвеног производа, а ако то није случај, мора постојати јака опадајућа тенденција ка његовом смањењу на 3% од годишње вредности бруто друштвеног производа; укупан јавни дуг не сме бити већи од 60% од вредности годишњег бруто друштвеног производа или мора имати јаку опадајућу тенденцију; услов да њена валута у претходне две године није проузроковала тензију девизног курса према мерилима европског монетарног система; услов да њена дугорочна каматна стопа може бити искључиво за 2% већа од просека три земље економске и монетарне ЕУ са најстабилнијим ценама. Приликом уласка ЕРМ2, а у контексту ЕУ, инсистира се на комплетном напуштању контроле капитала. Све транзиционе земље на неки начин су либерализовале своје капиталне рачуне, али нису у потпуности уклониле капиталне контроле. Овакве контроле се у транзиционим земљама најчешће користе услед волатилности капиталних токова, која може узроковати кризе, без обзира да ли се ради о великим приливима и реалној ап्रेसијацији и дефициту текућег рачуна или одливу и високим каматним стопама. Појединим земљама ЕУ не одговара потпуно уклањање капиталних контрола, услед могућности настанка проблема одржавања граница флукуације капитала.

Радосављевић и Васиљевић (2019) указују да је веома важно питање и финансијска интеграција, јер и економска теорија и емпиријска истраживања показују да интеграција и развој финансијских тржишта утичу на слободну размену, те на тај начин доприносе економском расту и ефикаснијој алокацији капитала. Покривени и непокривени каматни приоритет имају два изузетно важна аспекта финансијске интеграције и то капиталну мобилност и супститутивност, међу имовином деноминираним у различитим валутама. Покривени каматни паритет је арбитражни услов са покривеним позицијама, односно, без ризика девизног курса. Имајући у виду да се монетарна политика примењује кроз финансијски систем, он треба бити што је могуће ефикаснији, како би била загарантована лагана и ефикасна трансмисија монетарне политике. Из тог разлога ниво финансијске интеграције је веома важан за одређивање могућности ефикасне трансмисије. Потпуна интеграција подразумева исти приступ банкама, трговини, и слично, независно од регије порекла. Исто тако захтева да не постоји дискриминација међу учесницима тржишта која је конципирана искључиво на њиховом пореклу. Прихваћена дефиниција финансијске интеграције уско је повезана уз закон који каже да ако имовина сноси

идентичне ризике и приносе, треба имати исту цену, без обзира где се трансакција обавља. Ако не постоји закон једне цене, постоји простор за арбитражу.

По Радосављевићу и Васиљевићу (2019), постоје три широко прихваћене међусобно повезане користи финансијске интеграције, а то су више прилика за заштиту од ризика, односно, диверсификацију ризика, боља алокација капитала међу инвестиционим приликама и потенцијал за већи раст. За чланице Европске економске и монетарне уније монетарну политику спроводи Европска централна банка (ЕЦБ).

Монетарна унија прихваћена је као зона у којој се монетарном политиком и девизним курсевима земаља које у њој партиципирају, управља на начин који води достизању циљева економске политике. Роберт Мундел, према Ристићу (2018), шездесетих година двадесетог века, утемељује теорију оптималног валутног подручја. Теорија се концентрише на проналажење оптималног валутног режима, разматрајући избор између чистог флукутирајућег и фиксног девизног курса. Према овој теорији, девизни курсеви се доживљавају као инструмент одговора на бројна превирања у економским токовима у земљи. Створена је потреба да се направи прави избор између два претходно поменута режима политике девизних курсева, имајући у виду различите стадијуме развоја ове теорије и факторе попут степена отворености економије, диверзификације производа, управљања државном политиком, сличности у стопама инфлације, степена интеграције политика, степена флексибилности цена и надница, као и варијабилности реалног девизног курса. Импликације теорије оптималног валутног подручја посматрале су се и у контексту прилагођавања девизних курсева у условима дисбаланса платног биланса, као и у смислу развоја теорије монетарне интеграције, која је била фундаментална приликом дизајнирања Европске монетарне уније (Поповић, 2013).

Теоријом оптималног валутног подручја објашњена је веза између земаља, регија и валута. Како валутно подручје представља подручје са фиксним девизним курсом или подручје са јединственом валутом, проистиче закључак да је свака земља са властитом валутом, једно валутно подручје. Намеће се кључно питање да ли је такво подручје и оптимално и да ли би земља можда имала више користи од инвестирања у шире валутно подручје? Одговор на други део питања дао је, између осталих теоретичара ове области, McKinnon у истраживањима Ристић (2018) и Поповић (2013), рекавши да се малим и отвореним привредним системима више исплати прихватити валуту ширег валутног подручја, него користити властиту. Оптимално валутно подручје је оно које истовремено

може да постигне пуну запосленост, ниску инфлацију и равнотежу платног биланса. Ако држава није у стању да постигне сва три циља истовремено, онда за њу не можемо рећи да представља једно оптимално валутно подручје. У контексту уније више чланица, оптимално валутно подручје било би оно у којем се благостање једне земље не може увећати, а да се то учини на уштрб благостања друге земље валутног подручја, што имплицира максимизирање благостања. Смисао уласка у оптимално валутно подручје јесте управо повећање благостања грађана тог подручја изнад нивоа који су уживали ван њега. Увођењем заједничке валуте објашњено је да је улога новца као обрачунске јединице мање адекватно испуњена што је присутнији већи број валута, са великим бројем валута, стране девизно тржиште би за поједине валуте врло вероватно постало тесно и што је мање валутно подручје, већи је удео увозне робе и услуга у потрошњи. Пут до увођења јединствене валуте није једноставан и с тим у вези су за мање од деценију, почев од раних шездесетих до раних седамдесетих, утврђени критеријуми за увођење заједничке валуте, тзв. монетарно интегрисање. Они ће касније бити прожети кроз такозване критеријуме конвергенције из Мастрихта, у контексту стварања Економске и монетарне уније. Критеријуми за увођење заједничке валуте су флексибилност цена и надница, мобилност фактора производње, уз степен економске отворености. Такође, девалвација ће бити брже пренета на цене међународно тржишних добара и трошак живљења, па ће номинални девизни курс бити мање користан инструмент прилагођавања.

Радосављевић et al. (2019), Шубара et al. (2017), Стиглиц (2018), говоре да се политичка интеграција сматра нужним предусловом за прихватање заједничке валуте. Као кључне предности прихватања заједничке валуте идентификоване су повећана користност новца, као и већа микроекономска ефикасност и транспарентност цена.

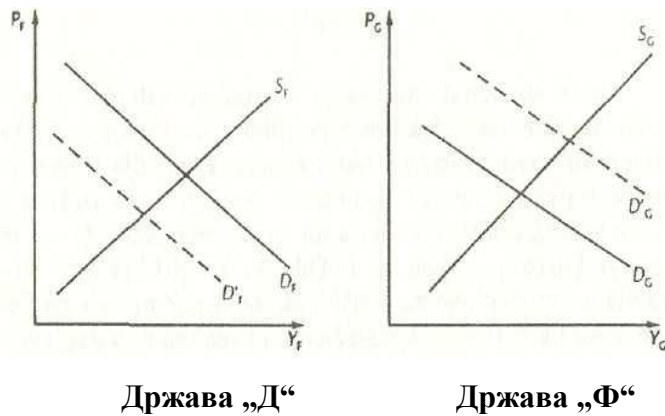
У контексту цена, апострофирано је постојање сигурности номиналног девизног курса унутар подручја. Ово је значајно са аспекта јачања унутрашњег тржишта, смањења ризика инвестирања и подстицања страних директних инвестиција на валутном подручју. Велика корист процеса монетарног уједињења је и подстицање на разне облике политичке интеграције, те између ове две категорије постоји директна узрочно последична веза. Насупрот бенефитима које доноси интеграција, путем увођења јединствене валуте стоје трошкови оваквог подухвата. У првом реду, губитак контроле над монетарном политиком, трошкови промене и увођења нове валуте, као и повећани административни

трошкови услед стварања супранационалних монетарних институција. Степен економске отворености и корелација дохотка су незаобилазни за остваривање нето користи од прикључења валутној унији. Што је степен отворености економија већи и што је већа корелација дохотка међу потенцијалним чланицама уније, тј. што су дохоци сличнији, предности увођења заједничке валуте доминирају. И обрнуто, што је мањи степен међусобне трговине међу земљама чланицама и што су разлике у дохоцима веће, доминирају предности монетарне независности. Када говоримо о критеријумима за формирање монетарне уније постоје два стајалишта. Хипотеза специјализације на једној страни, фокусирана на специјализацију у области производње роба и услуга у којима земља има конкурентну предност, што води мањој диверзифицираности између земаља и мањој рањивости на шокове понуде и тражње. Са друге стране је хипотеза ендегености оптималног валутног подручја, која успоставља позитивну корелацију између дохотка и трговинске интеграције. Према овој хипотези, успостављање монетарне уније смањује трговинске трошкове услед елиминације трошкова изазваних променама девизног курса. Увођење заједничке валуте отклања могућност девалвације, те подстиче прилив капитала из иностранства. На крају, поставља се питање колико земља добија, а колико губи укључивањем у монетарну унију? Главне предности монетарне уније на микроекономском нивоу стоје на страни елиминације несигурности девизног курса и трансакцијских трошкова конверзије валута. Трансакцијски трошкови конверзије валута, који се смањују унутар монетарне уније деле се на две категорије: видљиве уштеде (на страни домаћинстава и предузећа која више не плаћају провизију на име конверзије валута) и невидљиве уштеде у рачуноводству, јер се вредновање позиција финансијских извештаја врши само у једној валути. Чињеница да су курсне разлике између валута земаља чланица дефакто изостале, сужава простор потенцијалним злоупотребама у књиговодству и удаљава од објективног финансијског извештавања.

Већ смо навели да су Уговором из Мастрихта дефинисани сви услови под којима земља чланица ЕУ може да партиципира у чланству у монетарној унији, односно да учествује у трећој фази развоја монетарне уније. Од критеријума конвергенције, уз помоћ којих тачке Мастрихтског уговора функционишу, издвојићемо следеће: инфлацијски критеријум, где годишња стопа инфлације у земљи чланица не сме бити већа од просечне стопе инфлације у три земље са најнижом инфлацијом увећана за 1,5 постотни поен. Курсни критеријум, који подразумева да пре уласка у ЕМУ држава чланица мора минимум две године учествовати у европском курсном механизму ЕРМ II, што се тумачи

као обавеза кретања курса у оквиру +/- 15% око средњег паритета. Каматни критеријум означава да просечна каматна стопа у земљи чланици не сме бити виша од просечне каматне стопе у три земље са најнижом инфлацијом, увећано за два постотна поена. Фискални критеријум представља удео дефицита буџета консолидоване опште државе, који не сме прећи 3% ВДР-а, а удео јавног дуга не сме прећи 60% ВДР-а. Пакт о стабилности и расту, прихваћен 1997. године и проширен Декларацијом Већа у мају 1998. године, додатно је нагласио и разрадио фискалне аспекте конвергенције, увевши механизме фискалног надзора, са казнама за прекршитеље. 1998. година, тачније 2. мај, кључан је датум у процесу формирања ЕМУ. Традиционална теорија оптималних валутних области прилично јасно објашњава како би требало спроводити националне фискалне политике у монетарној унији, док би анализа требало да пружи одговоре на следећа питања: која је улога фискалне политике у монетарној унији, колико дуго ће националне политике моћи да одрже независност, да ли монетарна унија повећава или смањује фискалну дисциплину, која правила (ако их уопште има), се могу користити како би се ограничила национална фискална политика? (Ристић, 2011, Wyplosz, et al. 2009).

Да бисмо добили одговор на питање о чему теорија оптималних валутних области говори када је реч о управљању фискалном политиком, полазимо од претпоставке да европски потрошачи своју тражњу мењају у корист производа државе “Д”, а на штету производа државе “Ф” (графикон 3). Поставља се питање које су импликације оваквих померања, односно поремећаја на фискалну политику. Анализа полази од следећих претпоставки: државе “Д” и “Ф” припадају групи високо развијених земаља, као чланице исте монетарне уније централизовале су добар део својих националних буџета преко централних европских власти, систем социјалне заштите организован је на европском нивоу и порески приходи прикупљају се преко европске владе.



Графикон 3. – Асиметрични шок у држави “Д” и “Ф”

Следи питање шта се догађа у ситуацији да држава “Ф” и држава “Д” формирају монетарну унију без централизовања њихових буџета? Изнете претпоставке инклинирају закључку да ће централизован буџет преузети функцију амортизера проузрокованог шока. У држави “Ф” оутпут пада, а незапосленост има тенденцију раста. Ово има двоструки ефекат на европски буџет. Држава “Ф” бележи пад пореских прихода, који се скупљају преко европске владе, али зато расте исплата бенефиција незапосленима преко европских власти. Ефекти у држави “Д” су дијаметрално супротни, аутпут расте, а незапосленост опада. Тренутни резултат говори да се из државе “Д” порески приходи, које скупља европска влада, повећавају, док се трошење европске владе у држави “Д” смањује. Очигледно је да централизовани европски буџет врши аутоматску редистрибуцију дохотка од државе “Д” према држави “Ф”, ублажујући тиме социјалне последице услед промене тражње. Ово можемо схватити као систем осигурања где државе (и појединци), погођени негативним шоком, добијају компензацију путем аутоматских трансфера из држава које имају позитиван шок. (Wyplosz, et al. 2009).

Може се показати да ће у држави “Ф” шокови негативне тражње довести до раста дефицита буџета, услед пада пореских прихода, док бенефиције које се исплаћују незапосленима расту. У држави “Д” догађа се супротно: буџет ће повећати суфицит (или смањити дефицит). Уколико постоји ефикасно тржиште капитала, потреба владе државе “Ф” да позајмљује, може лако да се задовољи путем раста понуде штедње која долази од државе “Д”. У случају децентрализованог буџета, међутим, држава “Ф” ће повећати свој спољни дуг који ће се сервисирати у будућности. Сада не постоји регионални систем осигурања, јер они који примају трансфер у кризним данима, тј. грађани државе “Ф”, треба то у будућности да врате држави “Д”. Произилази да се плаћање, дакле, врши у будућности. Проистиче резултат да је овакав, децентрализован систем, заправо систем осигурања у којем будуће генерације грађана државе “Ф” плаћају за тешкоће које имају

данашњи грађани. Поред тога, овакав децентрализован систем умањује степене слободe будуће фискалне политике владе државе”Ф”. Све наведено је у супротности са случајем у којем су национални буџети централизовани. У таквом систему, држава “Ф” се неће суочавати са проблемима спољног дуга, јер би грађани државе “Д”, по аутоматизму, преносили доходак у државу “Ф”.

Од изузетне је важности напоменути да би овакав систем осигурања, било централизован или не, требало користити искључиво као одговор на привремене шокове. Међутим, уколико је шок трајан, овакав систем осигурања би требало користити само привремено, како би се „купило време“ за нека фундаменталнија прилагођавања (нпр. прилагођавање надница). Уколико су шокови трајни, важно је постојање довољног степена флексибилности надница и цена и/или мобилност рада. Уколико таква флексибилност изостане, механизам осигурања може постати неодржив, јер као такав подразумева трајне трансфере из једне државе у другу (у централизованом систему) или да јавни дуг достигне огромне висине (у децентрализованом систему) (Ристић, 2011).

Теорија оптималних валутних области у монетарној унији води следећим импликацијама на фискалну политику. Прво, пожељно је централизовање значајног удела националног буџета на европском нивоу, што би омогућило државама (и регионима) погођеним негативним шоком да остваре аутоматски трансфер, и на тај начин смање социјални трошкове монетарне уније. Ово је, између осталог, био главни закључак Мек Дугаловог извештаја, публикованог 1977. године. Креатори овог извештаја тврде да би монетарна унија у Европи морала да подразумева централизацију буџетске моћи у Европи или прецизније, централизацију система бенефиција незапосленима. Уколико се то, пак, не учини, дошло би до великих социјалних напетости и довело у опасност монетарну унију. Друго, уколико централизација националног владиног буџета у монетарној унији није могућа (што се показало у контексту европске монетарне уније), национална фискална политика би требала да се користи на флексибилан начин. Тада би државе, погођене негативним шоковима, требало да допусте раст буџетског дефицита кроз уграђене или аутоматске буџетске стабилизаторе, попут смањења владиних прихода, повећања социјалних издатака итд. Захтев да фискална политика одговара флексибилно на негативне шокове такође подразумева да би овакве националне фискалне политике требале да имају знатну аутономију. Према теорији оптималних валутних области, када се државе придруже унији, оне губе један инструмент политике (девизни курс). Уколико не постоји

централизовани буџет, који аутоматски редистрибуира доходак, државе немају на располагању инструмент којим би апсорбовале ефекте негативних шокова и остају само на инструменту фискалне политике.

Међутим, теорија о томе како би требало управљати фискалном политиком у монетарној унији се доста критикује. Ова критика није усмерена на први закључак и то да је пожељно централизовати значајан део националног буџета у монетарној унији. Критика је формулисана у односу на други закључак, који се позива на флексибилност и аутономију буџета националних влада у монетарној унији, у ситуацији када је степен централизације буџета лимитиран. Једини инструмент спровођења фискалне политике са средишњег, супранационалног нивоа ЕУ је буџет Европске уније. Преостали део фискалног система може се посматрати као скуп различитих правила и договора преко којих државе чланице хармонизују и координирају све остале сегменте фискалне политике. Ово се пре свега односи на хармонизацију опорезивања и на координацију стабилизацијских фискалних (буџетских) политика кроз Пакт о стабилности и расту, као и на Мастрихтске конвергенције. Поред буџета ЕУ, као други део фискалног система ЕУ, можемо посматрати хармонизацију пореских система. У својој ингеренцији Владе држава чланица намећу порезе који припадају националном пореском систему дате државе чланице. Порески суверенитет држава чланица је лимитиран, односно подељен између Европске уније и државе чланице, јер се само чланство у ЕУ темељи на међународном уговору који од чланица тражи испуњавање различитих права и обавеза.

У опсежним истраживањима Радосављевића et al. (2019), Шубаре et al. (2017), Голубовићеве (2007, 2012, 2014), Гњатовићеве (2013), Комазеца et al. (2014) и Ристића (2018) утврђујемо обим свих контроверзи по питању односа монетарне и фискалне политике и с тим у вези контроверзи у финансијском функционисању ЕУ. Путем правних прописа и смерница ЕУ је утицала на пореске системе држава чланица ЕУ, а све са циљем стабилнијег и јачег заједничког унутрашњег тржишта. Трећи део фискалног система ЕУ огледа се у координацији стабилизацијских буџетских политика држава чланица, кроз фискална правила ЕУ. Ова правила се, пре свега, односе на Пакт о стабилности и расту, али и на Мастрихтске критеријуме конвергенције. Окружење које је утицало на развој данашњег фискалног система ЕУ, утиче и на координацију буџетских политика држава чланица ЕУ које теже да одрже фискалну дисциплину унутар монетарне уније. Основни циљ Пакта је спречавање појаве прекомерних буџетских дефицита, а у сврху осигурања

фискалне дисциплине, ревносног управљања јавним финансијама и очувања економске стабилности унутар Економске и монетарне уније (ЕМУ). Примена извршавања Пакта базирана је на мултилатералном надзору буџетских позиција, као и сету процедура које се уводе у случају прекомерних дефицита

Када говоримо о интеграционим процесима у Европској унији, они подразумевају усвајање заједничких циљева и координацију националних политика чланица, како би се осигурало функционисање јединственог тржишта Уније и реализовали темељни циљеви постојања ЕУ, “четири слободе” и то слободе кретања особа, капитала, добара и услуга. Самим тиме пуноправно чланство се постиже обавезно усклађивање фискалног система нове чланице са фискалним системом ЕУ. Фискални систем ЕУ обухвата три сегмента: буџет ЕУ, хармонизацију опорезивања и координацију националних фискалних политика. Хармонизацију најједноставније можемо дефинисати као процес уклањања пореских баријера и разлика између пореских система земаља чланица ЕУ.

Ефективне пореске стопе показују инциденцу, односно преваљивање пореског терета рада, капитала и потрошње у ЕУ. Због немобилности радне снаге у ЕУ (разлог томе су језичке, верске, културолошке баријере), логично је да су земље чланице усмериле пореске системе према јачем опорезивању фактора рада како би надокнадиле губитак пореских прихода из других сегмената опорезивања. То доказује да је хармонизација у ЕУ још увек непотпуна и неделотворна у односу на њене економске и политичке такмаце САД и Јапан. Процес конвергенције се различито одразио на пореско оптерећење Уније. Код директних пореза примећује се осцилација у пореском оптерећењу у ЕУ са 15 чланица, док код ЕУ-27 те осцилације су ублажене утицајем ниског удела директних пореза, што је општа карактеристика пореских система бивших социјалистичких земаља. Хармонизација опорезивања представља једно од најкомплекснијих питања Европске уније и као инструмент регулације прати друге циљеве. Под њим се подразумева процес приближавања пореских система појединих држава и уклањање пореских препрека између земаља чланица, а потребна је ради стварања јединственог заједничког тржишта. Земље чланице желе задржати самосталност у одлучивању о порезима, а постоје и велике разлике пореских система, али и економија, као и разлике у социјалним и културним приликама у земљи.

1.3. Проблеми заједничке валуте и одрживе економске будућности ЕУ

Када се две државе (или њих 19), удруже у једновалутну заједницу, свака се одриче контроле над својом каматном стопом. И обзиром да користе *исту* валуту нема начина да подешавањем валуте појевтине своју робу и учине је атрактивнијом. Препуштање контроле над курсном и каматном стопом за једну државу може бити *врло* скупо (Stiglitz, 2017).

Размере цене коју ће држава платити и природа тог „нечег другог” зависе од многих фактора, међу којима је најважнији колико су земље сличне. Имајући у виду различитост Европе, то „нешто друго” што је морало да се уради било је много више него што је Европа урадила или што ће највероватније урадити. По Stiglitz (2017), постојале су огромне разлике чак и на самом почетку. Постојала је нада да ће се ове земље приближити, да ће временом постати сличније, па ће уз довољан степен конвергенције настати валутна зона која функционише релативно добро. Али, у многим случајевима то се није остварило. На пример, до 2015. године не само да се Португалија и Немачка нису приближиле, већ је Португалија додатно заостала, те се процењује да њен БДП по глави становника сада износи само 49% немачког (Stiglitz, 2017).

Проблем заједничке камате и курса је врло једноставан. Ако су различите земље у различитим ситуацијама, оне желе различите каматне стопе за одржавање макроекономске равнотеже и различите курсеве како би постигле трговинску равнотежу. Рецимо за пример да је Немачка прегрејана и прети јој инфлација, она ће можда желети да подигне каматну стопу, али ако Грчкој прети рецесија и висока незапосленост, њој одговара спуштање каматне стопе. Монетарна унија то онемогућава. Ако има довољно других начина прилагођавања, довољно *других* институција које могу да помогну у таквој ситуацији, онда та немогућност подешавања каматних стопа може да се превазиђе. Европа није обраћала пажњу на неопходне допунске институције (Stiglitz, 2017).

Stiglitz (2018), указује да су разлике у дуговима и дефицитима такође битне и то дугови и дефицити корпоративном, ванпривредном и у јавном сектору. Држава у којој се домаћинства и предузећа доста задужују у иностранству биће погођена порастом глобалних каматних стопа, и обрнуто, држави повериоцу ће такав пораст помоћи. Овај утицај се може ограничити ако задуживање има облик дугорочних обвезница, тако да се обавезе повећавају само постепено, док се старе обвезнице замењују новима (Stiglitz,

2017). Ако говоримо да се неко задужује краткорочно, онда се дужник може одмах суочити са проблемом, али ако је у питању држава, онда јој прети фискални дефицит. Високо задужена домаћинства и предузећа могу банкротирати, јер не могу испунити своје обавезе.

Stiglitz (2017) говори да се земље у Европи разликују у овом и у многим другим погледима, што значи да је било практично немогуће да све истовремено постигну пуну запосленост и трговинску равнотежу, у недостатку других институционалних аранжмана какве постоје у САД.

С обзиром на садашње стање, критеријуми конвергенције не само што спречавају државу да одговори на кризу, већ су створили уграђене механизме за њено продубљивање. Према критеријумима конвергенције, држава ће бити приморана да смањи трошкове или да подигне пореске стопе, при чему ће и једно и друго довести до још слабије привреде. Флексибилност зарада се такође разликовала међу земљама еврозоне и једноставно препуштање тржишту да се само прилагоди, утицало је да спољнотрговински дебаланси порасту. Земље с флексибилнијим зарадама и ценама стекле су конкурентску предност над својим суседима. Европска централна банка задужена је за инфлацију и тиме је еврозона од самог настанка била усмерена ка вишој незапослености – ка макро економији која лошије функционише у просеку него што би функционисала да је централна банка имала уравнотеженија задужења, попут америчке (Stiglitz, 2017).

Државе које покушавају да вежу своје валуте једну за другу не суочавају се само са другим периодима незапослености, пошто немају инструменте да поврате пуну запосленост када их погоди негативан удар, већ су и склоне кризама. Исто важи за земље у валутној зони; ни оне не могу да прилагоде курс своје валуте. Економска цена тих криза је огромна; државе нису претрпеле само високу незапосленост и тренутно изгубиле производњу, већ ће имати и нижи раст годинама. Те кризе се догађају редовно, а европска криза само је најновији и најгори пример (Stiglitz, 2019).

Како Stiglitz (2017) наводи, евро је створио кризу и из другог разлога. Дужничке кризе обично се не јављају у земљама које се задужују у сопственој валути. Међутим, након бројних криза 1990-их и 2000-их, многе државе извукле су поуку и почеле да се задужују у домаћој валути, чиме су извршиле притисак на предузећа и домаћинства у својој земљи да се исто тако задужују. У Еврозони је створена нова ситуација, државе, предузећа и домаћинства задуживали су се у еврима. Али, иако су се задуживали у валути коју су користили, то је била валута коју нису контролисали. Да избегне ову ситуацију,

Европа је као целина могла да се задужи у еврима, кредитирајући тим новцем различите земље, које би онда биле одговорне за исплату дуга, али она је одлучила да не централизује кредитирање на тај начин и таквом одлуком повећана је вероватноћа да наступи дужничка криза. Државе које су улазиле у еврозону не само што нису потпуно схватиле последице задуживања у валути коју не контролишу већ нису схватиле ни импликације за свој национални суверенитет и самим тим је дошло до преноса власти која је могла да се злоупотреби што је и учињено.

Stiglitz (2017) тврди да су утемељивачи евра знали да неће бити лако увести заједничку валуту за скуп различитих земаља. Али њихова анализа тога шта ће морати да се уради била је дубоко погрешна: критеријуми конвергенције које су формулисали, ограничавајући јавне (фискалне) дефиците и дугове, додатно су отежали постизање пуне запослености у читавој Европи. Још једна отежавајућа околност био је задатак ограничавања трговинских дефицита, за чије је стварање делимично одговоран и сам евро. Упорни трговински дефекти утабали су пут кризи: предвидљиве и предвиђене кризе настале су само десет година након увођења евра. Уместо тога, Немачка је покушала да прикаже европску кризу као последицу недостатка буџетске дисциплине. Тржишни механизми (интерна девалвација), нису адекватна замена за губитак могућности прилагођавања камата и девизних курса. Евро је, дакле, створио европску кризу.

Према Stiglitz (2017) европски став је на страни тржишта, која као таква постају софистициранија, те да ће те две чињенице произвести функционалнији кономски систем, да ће веће тржиште, с бољим правилима, и јединствена валута довести до још бољег економског система. Европа је створила мање стабилан и свакако дивергентнији економски систем у којем богате земље постају још богатије, а сиромашне још сиромашније и у којем неједнакост расте у свакој земљи.

За наше истраживање важна су питања која поставља Stiglitz. Не може се једноставно рећи да слободан проток капитала доводи до веће ефикасности. Мора се знати шта се дешава када банка банкротира и ко терет таквог банкротства подноси. Не може се једноставно рећи да слободан проток радне снаге доводи до повећања ефикасности. Мора се нешто знати о структури пореског система и ко плаћа претходне дугове неке државе. Свакако се мора нешто знати о монетарној политици и централном банкарству.

Познато је да ефикасне и независне централне банке делују у правцу веће стабилности и функционалније привреде, док њихово неефикасно деловање води већој незапослености и нижем привредном расту (Stiglitz, 2018).

2. Регулаторне платформе у очувању финансијске стабилности ЕУ

2.1. 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 курса 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 флукутирање. 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. Централизован буџет у валутној области је амортизер асиметричног шока, који врши аутоматску редистрибуцију дохотка од просперитетних ка угроженим земљама. Децентрализовани буџет подразумева задуживање дефицитарне земље путем тржишта капитала и „упућивање“ дуга на будуће генерације. Закључујемо, дакле, да оптимално валутно подручје захтева централизовани 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 (Гњатовић, 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 опирају 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 достигале 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 елиминира 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).

2.2. 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 учевају 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 еврозони. 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 ЕСЦБ 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).

2.2.1. 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 фиксиране 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 начин 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).

2.2.2. 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 (дуго 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 уочишта 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.

II. ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИР ЗА ОЧУВАЊЕ ФИНАНСИЈСКЕ СТАБИЛНОСТИ У ЕУ

1. Узроци и дубина финансијске кризе у ЕУ

1.1. Преливање финансијске кризе из САД у ЕУ

Финансијску кризу, као појам, дефинише општи пад цена финансијских инструмента у континуираном периоду на одређеном тржишту, насталих услед раста понуде хартија од вредности у односу на њихову потражњу, који угрожавају функционисање финансијског система. Када инвеститори нису заинтересовани или немају довољно средстава која би улагали у хартије од вредности, настаје разлика између понуде и тражње. Ова ситуација даље узрокује пад производне активности и смањење понуде робе и услуга, што у ситуацији непромењене потражње доводи до раста цена, тзв. инфлације. Негативне промене на тржишту које могу уследити кризом, имају неке опште особине које ту кризу и условљавају, а реч је о трајности, свеобухватности утицаја на већи део финансијског тржишта и његове учеснике, као и енорман пад цена хартија од вредности. Узроке финансијске кризе можемо одвојити у две групе. Прва група узрока поистовећује се са узроцима привредне кризе и фактички представља финансијски одраз привредне кризе у огледалу финансијског тржишта. У оквиру ове групе издвајамо монетарну, политичку и технолошку теорију криза. За финансијске кризе нарочито је специфична друга група узрока, иако финансијска криза може да буде разлог свеобухватне привредне кризе.

Након што избије финансијска криза, држава сопственим мерама економске политике креће у спровођење програма опоравка, који се манифестује одређеним активностима (Џелетовић et al. 2010). Те активности се углавном односе на смањење или повећање количине новца у оптицају, смањење или повећање каматне стопе кредита централне банке које даје комерцијалним банкама, смањење јавних расхода, односно пореза, како би се растеретили привредни субјекти, смањење или повећање стопе обавезне резерве пословних банака код централне банке, куповину или продају дужничких хартија од вредности на финансијском тржишту, забрану повећања цена, забрану повећања зарада, забрану рада берзанским трговцима или обуставу берзанске трговине, као и лимитаности у спољној трговини (Ђукић, 2016, 2019; Момировић, 2014, Бјелић et al. 2018).

Централне банке имају неспоран утицај на сваку финансијску кризу, али иако две најмоћније светске централне банке (Федералне резерве, у даљем тексту ФЕД у САД и

ЕЦБ у ЕУ) имају огроман утицај, ипак нису довољно усаглашене око начина свог деловања. Последње три деценије свет је више пута осетио пулсирање финансијских и банкарских криза и сваку од њих изазивао је притисак за предузимањем све ризичнијих, али уноснијих улагања и све дубље задирање до правних граница регулаторног оквира. У таквим напорима и надзорне и регулаторне функције би сваки пут озбиљно подбациле, али не из разлога слабости, неизграђености или неповезаности, већ зато што им идеологија на власти нормално деловање практично није ни омогућила.

Arelano (2012), Afghyrou et al. (2010) у својим анализама истичу да је финансијска криза, започета 2007. године, похарала све националне привреде и као таква зрно је узрока много тежих последица у односу на све претходне кризе. Ова криза настала је нагло, толико, да је чак ни најеминентнији стручњаци нису могли предвидети, а кретала се у три фазе и то кроз: слом тржишта другоразредних хипотекарних кредита у САД, пропаст „Lehman-Brothers“ банке и рецесију светске економије. Економска и финансијска парадигма, са свим својим елементима који су преовлађивали пре кризе огледају се у смањеној макроекономској стабилности, одрживом економском расту и динамици цена, али исто тако и повећаној профитабилности финансијског сектора у периоду најниже премије за ризик која је до тада виђена у историји.

Још на самом почетку 21. века уочени су први импулси кризе, након што се у САД банке улила огромна количина слободних новчаних средстава из земаља са суфицитом и великим девизним резервама (Кина, Русија, Индија и др.). Излаз из ове ситуације пронађен је у *subprime* или другоразредним кредитима, који су понуђени становништву које није било кредитно способно или је имало малу способност да процени кредитни ризик. У таквој ситуацији преовлађивала су очекивања да ће стабилна каматна стопа, даљи раст камата и раст зарада утицати на зајмопримце да поднесу и прихвате повећање месечне рате. У 2008. години криза кулминира и шири се од дна према врху, потпомогнута бизарним махинацијама Волстрита од купаца некретнина, те изазива економску пандемију на светском нивоу, док неефикасност банкарског сектора отвара рецесију (Atrissi et al. 2010, Avgoules et al. 2013).

Европска централна банка је, дакле, нови облик централне банке са свим особинама савремене модерне централне банке и читавим дијапазоном инструмената монетарне политике којима се делује на економски развој стабилности валуте. Сумирајући елементе нормативно-правне регулативе, може се слободно рећи да је Европска централна банка

најнезависнија и најсамосталнија централна банка икада створена. Ово подразумева да краткорочна политичка корист не игра главну улогу у дефинисању монетарне политике ЕУ. Европска централна банка је подједнако одговорна и за стабилност цена у целој зони евра као јединствене валуте. Међутим, она има и друге одговорности, осим одржавања стабилности цена. Од ње се захтева подржавање опште економске политике Европске уније, под условом да то не утиче на стабилност цена. ЕЦБ повремено интервенише и на девизним тржиштима. Поред тога, одговорност Европске централне банке је и да обезбеди ефикасну регулацију међусобних плаћања. На крају, одговорност Европске централне банке је да штити финансијске резерве (девизна средства, хартије од вредности, злато) земаља чланица. У условима глобалне финансијске кризе, ЕЦБ је била приморана да мења своје основне принципе и правце деловања. На тај начин доказала је да је дорасла титули најспособније институције Европске Уније, јер је доносила бистре одлуке о облику и правремености предузимања неопходних мера. ЕЦБ се може приписати и главна улога у стабилизацији изузетно тешких околности које су угрожавале еврозону и тако претиле опстанку Европске монетарне уније. Њено деловање допринело је враћању поверења у финансијско тржиште, координисањем низа предузетих активности у правцу опоравка од последица до сада највеће финансијске кризе глобалних размера (Ристић, 2016, 2018).

1.1.1. Ефекти кризе на макроекономију ЕУ и економско-финансијска фрагментација у ЕУ

Мастрихтски уговор, камен темељац европске монетарне уније и евра и након две деценије од потписивања нема ту снагу да еврозону спаси дубоких и снажних криза. Без обзира на визионарске идеје о европском континенту са епитетом најуспешније и најдинамичније привреде на свету, ни данас не постоји гаранција да ли ће се и како Европска унија даље развијати, нити какву судбину чекају поједине земље. Избијање кризе у еврозони изазвало је увођење заједничке валуте, курса и камата за земље са различитим економским перформансама у таквој финансијској конструкцији, која је била исувише слаба да би се одупрла интензивном преливању кризе из САД. Слабији су постајали све слабији, а јачи све јачи, те су Грчка, Белгија, Португал, Холандија и Шпанија запале у рецесију, а две највеће привреде еврозоне Немачка и Француска успеле да се очувају ван свих очекивања.

Све се одвијало у контексту тадашње финансијске политике Европске уније, снаге њених институција и регулације, те је изазвало процес фрагментирања у самој Европској унији и конструкцијске конфликте. Озбиљну претњу представљало је форсирање ЕЦБ на неолибералним принципима, јер се она водила премисом ценовне стабилности, подређивајући при томе циљеве раста и запослености. Инфлаторни диференцијали, и поред ниске просечне инфлације у зони евра и даље егзистирају, што је утицало на све већу дивергенцију перформанси чланица и свеprisутног процеса поларизације.

Унифицирана фискална политика, као противтежа јединственој монетарној политици као таква не постоји. Формирана на националном нивоу, давала је могућност владама да на различите шокове реагују управо фискалном политиком. Пример су земље Југа у којима је спровођена експанзивна фискална политика, а модел раста био је базиран на великој потражњи, финансираној јефтиним капиталом „Северних“, много успешнијих чланица. Ово је изазвало огроман дефицит платног биланса и буџета, али и све теже сервисирање обавеза. У очекивањима да ће окружење монетарне уније ипак омогућити конвергенцију економских перформанси чланица поједине земље су, напротив, доживеле дивергенцију економских резултата (Поповић, 2013).

Достигнути степен развоја, мерен величином просечног БДП-а по глави становника све до 2003. године је „мировао“, након чега започиње нови тренд, којег је пратило константно значајно повећавање разлика. У поменуте две деценије у групи земаља севера стандардне девијације просечног БДП-а по глави становника осим у периоду кризе биле су константне. Ово имплицира да ни ова група земаља није реализовала конвергенцију нивоа развоја, али су зато разлике од самог почетка биле много мање него у групи јужних земаља. Насупрот томе, у земљама југа приметне су веће разлике у нивоу развоја, са наглом тенденцијом раста. Ову групу земаља предводила је Ирска, бележећи при томе перформансе ближе земљама севера, док је на зачељу остао Португал, са дупло мањим БДП-ом по глави становника од Ирске. Једина земља, која је после уласка у ЕМУ започела процес конвергенције била је Ирска, док су земље југа све до 2007. године у просеку имале више стопе раста. Реална конвергенција мерена је висионом стопе раста, при чему је анализом кретања утврђено да су стандардне девијације аутпут гепа у групи северних земаља мање, а њихови привредни циклуси усклађенији, при чему је присутна тенденција приближавања све до 2007. године.

Експанзиван раст и већи ниво стандардне девијације аутпут гепа, почев од 2003. године у земљама југа подразумевао је повећавање разлика и у привредним циклусима.

Ово је изазвало проблеме при спровођењу монетарне политике ЕЦБ, која, како се показало, више не одговара земљама југа. Посматрани период обележио је приметно смањење инфлације, која је мерена индексом потрошачких цена у земљама југа, мада је, изузев 2009. године, она била на знатно већем нивоу него што је то био случај у земљама севера. На ово се надовезује бржи раст јединичних трошкова рада, као додатни проблем, услед чега земље југа прати константно смањење конкурентности у односу на земље севера. Последишно, ове земље у просеку прати огроман дефицит платног биланса, а у северним земљама присутан је суфицит. Фискалну политику прати дивергенција посматране две групе земаља ЕМУ, те земље севера у просеку, имају нижи ниво јавног дуга, уз тенденцију конвергенције, а земље југа виши јавни дуг и стални пораст разлика у његовој висини (<http://arhiva.emins.org/srpski/news/srticle/>).

Тако земље југа, у просеку, имају веће дефиците буџета, него што то имају развијеније чланице ЕМУ. Све присутније разлике у нивоу дефицита буџета северних земаља показивале су тенденцију смањења, на супрот ономе што се одиграло у земљама југа. Постојала је тенденција од стране седам северних чланица ЕМУ за приближавањем економских перформанси, које стреме ка формирању оптималног валутног подручја, док се пет јужних чланица за 10 година функционисања ЕМУ суочава са огромним потешкоћама и погоршањем макроекономских перформанси. На тај начин криза је изазвала још присутнију дивергенцију ове две групе земаља чланица ЕМУ, при чему су разлике међу њима условљавали различити фактори, као и избор кључних политика. Читав овај период Немачка је спроводила стратегију раста базирану на извозу, умереном расту зарада, повећаној мобилности и продуктивности рада, зарад чега је постигла ниске трошкове производње и суфицит у трговинском билансу. Након уласка у Монетарну унију од стране ових земаља, инвеститори започињу са смањењем перцепције ризика. У зони евра каматне стопе на суверени дуг скоро су биле изједначене, што је подстакло задуживање, погрешне инвестиционе одлуке, а у већини сектора и преинвестирање.

Нису само у приватном сектору расли задуживање и тражња, јер је чак и држава повећала своју потрошњу, подигла плате у јавном сектору, али и зајмове, како би се могли финансирати већи расходи. Све је ово водило ка кумулирању растућег дефицита буџета. Високи приливи капитала имали су функцију финансирања стопе привредног раста, које су у том моменту биле више него у земљама севера, док је паралелно са њима расла и стопа инфлације. Тако је раст нивоа цена подразумевао смањивање ценовне конкурентности и све веће дефиците текућег рачуна, што је изазвало ситуацију у земљама

југа да инострани дуг порасте на око 80% БДП-а. И пре почетка рада ЕМУ каматне стопе северних земаља су конвергирале, те и нису изазвале њихово значајно смањење нити раст капиталних прилива. Захваљујући напорима ових земаља да фискалном политиком смирују тражњу, инфлација се одржавала на nižем нивоу, а конкурентност је повећана у односу на другу групу земаља.

Међутим, земље југа водиле су неодговорну фискалну политику. Изузев Шпаније, и током 90-их година прошлог века оне су имале виши ниво јавног дуга и дефицита буџета, те је требало да искористе повољан период након уласка у ЕМУ како би консолидовале своје јавне финансије. Контрола над фискалном политиком остаје на државама, чиме је практично омогућено смањење јавне потрошње или повећање пореза, у циљу обуздавања тражње. То практично значи да би се смањењем потрошње повећао обим ресурса за инвестиције или враћање дугова према иностраним државама. Ипак, могућност да се јефтино задуже био је већи мотив за владе. Изузетно ниске каматне стопе дестимулисале су штедњу, па се предузећа и домаћинства преоријентишу на дуг, као извор финансирања.

Експанзиван пораст тражње изазвао је креирање шпекулативних мехура у неким секторима, попут тржишта некретнина у Ирској и Шпанији. Недостајући фактор под именом заједничка фискална политика, врло често се третира као огромна грешка у дизајну ЕМУ. У немогућности да воде аутономну монетарну политику и политику девизног курса, реакција земаља чланица на различите шокове, попут рецесије била је ограничена. У овом вртлогу, заједничка монетарна политика неће свима одговарати, може чак и додатно да погорша проблем незапослености и аутпута или проблем превисоке тражње, прегрејавања коњуктуре и инфлације. Поред тога, заједничка валута може ослабити тржишне сигнале који би на време упозорили да јавни дуг неке од чланица постаје превелики. Раст економских неравнотежа између Севера и Југа говори да механизам адаптирања унутар ЕМУ није функционалан. Ценовна флексибилност и мобилност рада су изузетно ниске, са примесима ограничених фискалних трансфера. Ово наравно није било довољно да би се спречио пораст трајних неравнотежа и појава кризе сувереног дуга, јер сада су јужне земље присиљене на штедњу, пре свега кроз дефлацију, смањење плата и цена, ради свеопштег добра, поновног стицања конкурентности. Али, на жалост, еври у дуговима остали су исти, а додатно погоршање у облику дефлације директно погађа привредну активност. Последично, долази до повећавања пореза, смањења

буџетске потрошње, што даље утиче на пад БДП-а и запослености, који ни на који начин не може бити ублажен девалвацијом.

Новоформирана полазирација у економском и финансијском смислу наставља се и са развојем и већ најављеном трансформацијом ЕУ, упоредо са кризама и Бреgzитом. Све више на снази добија дејство њених држава чланица у оквиру мањих, субрегионалних групација, међу којима су најприметније земље Вишеградске групе, али исто тако и Балтичке и скандинавске земље и три земље Бенелукса. На скупу одржаном 21.6.2017. године, уочи састанка Европског савета, девет земаља чланица ЕУ из групација Бенелукса (Белгија, Холандија, Луксембург), Балтика (Литванија, Летонија и Естонија) и Скандинавије (Шведска, Финска и Данска) посебно су скренули пажњу на улогу и значај субрегионалних групација у ЕУ. Поставља се питање да ли је овде реч о регуларној сарадњи суседних земаља или је ова појава наговестила дубљу фрагментацију простора ЕУ, повезаног са слабљењем процеса свеукупне европске политичке и економске интеграције или, пак, са најавима о изградњи „Европе концентричних кругова? “

Током ове деценије вишеструке кризе у ЕУ и њеним државама чланицама, укључујући и Бреgzит и каталонску кризу, сведоци су кризе система управљања, демократских политичких поредака, традиционалних идеологија и сложености у односима власти и грађана у доба глобализације и четврте индустријске револуције. Држава свакако нема могућност да одговори на све природне, економске, демографске и социјалне изазове пред којима се савремена друштва налазе, то чак не могу учинити ни регионалне или светске организације као што су УН или ЕУ. Зато нас не изненађује да се у међународном поретку јављају и други, атипични облици сарадње међу државама, тј. субрегионални, транснационални или субнационални ентитети, макрорегиони итд.

Упоредо са континенталним регионалним организацијама на европском тлу су још одавно приметни и различити облици мултилатералне субрегионалне сарадње између држава чланица на једном мањем географском подручју. Када је реч о субрегионалним облицима сарадње у контексту ЕУ, ова појава има различите факторе, те се лако може рећи да процес доношења одлука у ЕУ заправо подстиче њене државе чланице да креирају различите видове *ad hoc* коалиција. Ово је од изузетног значаја нарочито за мање земље чланице које нису у могућности да своје ставове наметну организацији која броји 28 чланица. Исто тако, постоји природан интерес и тенденција суседних земаља у неким регионима, за међусобном интензивнијом сарадњом, нарочито о питањима о којима услед географских, економских или друштвених разлога деле исте ставове или

која немају већи интерес за ЕУ као целину. На поједине државе, нарочито на земље географске периферије ЕУ, слабљење или неефикасност појединих политика итекако утичу, јер њихов је циљ или да пронађу заједничко решење за реформом таквих политика, или пак, неко алтернативно решење. Поједине регионалне групе земаља услед историјских или геополитичких разлога у неким ситуацијама деле сличне ставове на одређене теме. Економске и друге кризе у ЕУ изазвале су појаву дубоких структурних пукотина међу државама чланицама, нарочито у земљама Севера и Југа (еврокриза) и правцу Исток Запад ЕУ (однос према миграцијама). У коначници, присутна је одређена врста тренда по питању савремених међународних и геополитичких односа за организовањем мултилатералних састанака и форума од стране држава, а у појединим случајевима са очигледном и транспарентном геополитичком позадином (<http://arhiva.emins.org/srpski/news/srticle/>).

У неким ранијим периодима појава субрегионалне сарадње тумачена је и елаборирана специфичним економским потребама сарадње између блиских суседа. Међутим, пракса показује да у времену у коме живимо долази до измештања фокуса субрегионалне сарадње и координације на превасходно политичка или стратешка питања, што је итекако повезано са новом фазом међународних односа и дебатом о будућности ЕУ. И мада ЕУ остаје главни, најекспанзивнији оквир и референца за битне области сарадње и интеграције њених чланица у целини, активација правних механизма, које је предвидео Лисабонски уговор, омогућавају много дубљу интеграцију ограниченог броја чланица ЕУ, и изградњу Европе у више брзина.

Овако конципирана Европска унија, у комбинацији са новим политичким и економским кризама, може произвести слабљење укупне снаге интеграције и довести до неповратних географских подела и дубље фрагментације ЕУ на мање географске целине.

Указаћемо сада на поједине карактеристике главних субрегионалних групација у ЕУ, без детаљније елаборације на тему субрегионалних институција. Још је и пре Економске заједнице (1944), био основан Бенелукс, као нека врста „пилот“ лабораторије за касније облике шире европске интеграције, попут царинске уније, простор Шенгена и слично). Могуће језгро ЕУ (еврозона и сл.) представљају три земље Бенелукса, јер су економски и развојно, али и у ставу према европској интеграцији најближе појму идеалног, што се може приметити и у њиховим ставовима по питању даљег еволуирања Уније. Након распада источног блока, настаје Вишеградска група (В4), политички клуб

четири земље централне и источне Европе, које настављају са овом реформом сарадње и након уласка у ЕУ. Чланице В4 настоје да координирају своје ставове унутар ЕУ и да, када је то могуће, наступају једногласно, као нпр. у дебатама око спољних миграција или социјалних услова за кретање радне снаге у ЕУ. Земље В4 у начелу нагласак стављају на суверенитет држава чланица као основа за развој европске интеграције, иако оне у разним питањима политика ЕУ често нису међусобно сагласне.

У оквиру *Балтичког савета министара* три балтичке земље остварују системску сарадњу и показују запажен усаглашени активизам, нарочито по питању спољних односа ЕУ, као што је политика источног суседства и односи са Русијом. Случај ове три мале и географски периферне земље, илуструје до које мере усаглашени регионални наступ повећава утицај и ефикасност мањих држава чланица у систему ЕУ. Ове земље у приступу многим интерним политикама ЕУ показују блискост са либералним ставовима Велике Британије или скандинавских земаља, што имплицира да ће оне након *Брегзита* изгубити важног савезника унутар ЕУ.

Скандинавске земље остварују блиску међусобну сарадњу у оквиру *Нордијског савета министара*, који прелази оквире ЕУ по питању географских граница, те уз Европски економски простор чини веома важан и користан пример варијација у широј европској институционалној архитектури. Нордијска сарадња пружа још једно решење које би могло бити интересантно по питању аутономне територије Финске, Данске (Гренланд, Фарска острва и Аландска острва), које имају статус посматрача унутар Нордијске сарадње, дакле неку врсту мини субјективитета (али без суверенитета) на међународном нивоу.

Медитеранске чланице југа ЕУ, за разлику од субрегионалне сарадње на северу и истоку Европе, до скора нису практиковале мултилатералне састанке, што је највероватније последица чињенице да, Француска, Шпанија и Италија припадају групи већих чланица ЕУ, па су стога имале мање потребе да (уз периферне (Португал, Грчку и острва Малту и Кипар), примене праксу субрегионалног груписања.

Избијањем еврокризе, експанзијом положаја Немачке као и назнакама економских и политичких пукотина на релацији Север-Југ ЕУ, 2013. године формира се клуб „Медитеран“, неформална „Мед-група“, чланица ЕУ на нивоу премијера, који се састају једном годишње. Састанци ових земаља су првенствено фокусирани на економска питања у ЕУ,

будућност Уније након Брегзита, као и на стање на Средоземљу. Нови облик субрегионалне сарадње у Европској унији представља „Иницијатива три мора“ (Балтик, Црно Море и Јадран), дванест земаља из централне и источне Европе – чланица ЕУ, која као циљ има координацију развоја инфраструктура на правцу „север-југ“ Европе. Ипак, делује да се мотив за покретање ове иницијативе пре може наћи у геостратешким темама и тежњи за потврду савеза са САД, насупротив конфронтацији према Русији, него што би се могла пронаћи у самој Европској Унији.

Ван Европске уније број субрегионалних форми или састанака у Европи веома је значајан, почев од Централно-европске иницијативе (ЦЕИ), Јадранско-јонске иницијативе (АИИ), Савета држава Балтичког мора (ЦБСС), Нордијско-балтичке сарадње (5+3), Медитеранске уније, Евроазијске уније, Организације за црноморску економску сарадњу (*БСЕЦ*), ГУАМ et al. Посебан регионални форум представља и сарадња „*16 plus 1*“, која почев од 2012. године постаје један од облика стратешке кооперације Кине са земљама централне и источне Европе (које су чланице ЕУ или кандидати за чланство ЕУ).

Оно што закључујемо је да је субрегионална сарадња све присутнији вид организације и дејства држава у Европи. Имајући у виду да су европски субрегиони углавном природне геополитичке економске области, субрегионална сарадња се одвија упоредо са процесом европске интеграције.⁶

1.1.2. Грчка криза као испит за економско и финансијско функционисање ЕУ

Ако се осврнемо на кризу јавних финансија ЕУ, долазимо до спознаје да је Грчка заправо била испит за економско функционисање ЕУ. „Ако Европа треба да се спаси беде и од коначне пропасти, морамо да изградимо ново поверење у европску породицу народа и да јој дамо политичку структуру у којој Европа може да живи у миру, сигурности и слободи. Постоји само један лек. Морамо створити неку врсту Сједињених држава Европе“. Ово су познате речи Винстона Черчила из половине XX века. Изазов је и даље остао исти и након више од 50 година. Узмемо ли за истиниту тврдњу да је ЕУ политички

⁶ <http://arhiva.emins.org/srpski/news/srticle/>, у чланку Европска унија између појава фрагментације и јачања нових видова субрегионализма.

пројекат, констатоваћемо да од свог настанка па до данас ЕУ проживљава веома комплексну кризу. Ради се о кризи јавног сектора, јавних финансија и дуга, али истовремено и о ефектима који се индукују у сфери реалне економије и социјалног сектора. ЕУ није компактан, хомоген систем у економском смислу те речи. Он се састоји из три круга проширења, који чине 11 држава иницијатора оснивања ЕУ, 4 из другог круга проширења, у којем се налази и Грчка, затим 12/13 (Хрватска, 2013), до броја 27/28. Све државе чланице у основи су потпуно различите по својим развојним перформансама и макроекономским индикаторима. Јединствена монетарна политика, са заједничком валутом „евро“ и насупрот томе, децентрализована фискална политика, као и потпуно либерализована спољнотрговинска политика, проузроковале су велике разлике, које се првенствено огледају у стопи пореског оптерећења, висини јавног дуга и дефицита у буџету код држава чланица. На овај начин су све државе чланице прекорачиле захтеве из Мастрихтског споразума који је основ за приступање и „одрживост“ у ЕУ.

Укратко, да подсетимо, Мастрихтски споразум подразумева да чланице ЕУ не могу имати јавни дуг који је већи од 60% бруто домаћег производа, дефицит буџета не већи од 3% БДП, стопу инфлације не већу од 1,5% у односу на три државе са најнижом стопом инфлације, а каматну стопу не вишу од 2% у односу на три земље са најнижом дугорочном каматном стопом. Водимо ли се статистичким показатељима Еуростата, стварност је фрапантна и потврђује малопређашњи исказ да су све државе прекорачиле постављене захтеве. Пошто је привреда ЕУ ушла у рецесију још 2009. године, са очигледном негативном стопом раста, уз политику штедње која ће условити даљи раст јавних расхода, јавног дуга и буџетског дефицита, високих социјалних и трансферних давања, и у супротности са тим, експанзивном монетарном политиком виртуелног новца, уз велики опрез банака и пораст финансијских и кредитних ризика, системских ризика, асиметричности информација и моралног хазарда, сасвим је логичан суноврат у евроскептицизам и еуропесимизам. Ниска стопа инфлације у овом тренутку, уз укупан пад тражње и високу стопу незапослености, логичан је резултат, али не и гарант да неће уследити нова фаза кризе, коју може карактерисати бујање инфлације и то увозним ограничењима, растом каматних стопа и још већим порастом незапослености (Ристић, 2016; Ристић, 2017).

Занимљиво је сагледати стање Грчке привреде пре уласка у ЕУ. Да ли је Грчка још тада била способна да иде у корак са изазовима Мастрихта или их је само привремено испунила, како би ушла у ЕУ? Да ли је политичка елита спроводила активности које су

у интересу опстанка у ЕУ, економске конкурентности и способности да издржи налет прекоокеанске кризе из 2007. године? Криза је донела терет нових невоља. Тенденција аутоматског раста дуга настала је путем свих антикризних буџетских интервенција за спасавање банака, берзи и осигуравајућих друштава. Грчки банкарски сектор у већинском је власништву немачких банака. Очигледно је да политика штедње иде у корист кредиторима, а не и дужницима.

Шта се заправо десило са Грчком? До избијања финансијске кризе задуженост ове земље износила је 90 мрд. евра или 106% БДП-а. У 2010. години одобрен јој је кредит од 110 мрд. евра од стране ММФ и ЕУ. 2011. године Грчка користи прву траншу кредита и тако отплаћује један део доспелих обавеза у износу од 52 мрд. евра. Следеће године одобрава јој се нових 130 мрд. евра, уз отпис дуга од 107 мрд. евра. Те исте године дуг нараста до 380 мрд. Из постојећег дуга Грчка ће до 2020. године платити само камату од 13 мрд. евра, а то је само део профита који повериоци-кредитори извлаче из посрнуле грчке економије. Пристигли капитал не слива се у економију од које грчки народ има корист, већ се, насупрот томе, спасавају амерички хец фондови, француске и немачке банке и британска осигуравајућа друштва. У окриљу спасавања Грчке од банкрота, спашава се заправо банкарски сектор од ланчаних дејстава кризе и нових таласа кризе. Оживљање привреде и фактора развоја као инклузивних параметара економске самосталности и виталности економије Грчке апсолутно је изостало (Шубара et al. 2017).

ЕУ недостаје идеја како и на који начин да реши овај дужнички вир, те како и на који начин да се избори са потенцијалним банкротима чланица еврозоне. У том случају Грчка има опцију да прогласи банкрот, изађе из еврозоне и врати се својој основној валути, драхми или да настави пут штедње и подршке европских кредитора. Имајући у виду да је Европи и ММФ политици штедње референдум рекао „НЕ“, излазак из еурозоне и повратак на драхму представља озбиљну интенцију грчке владе. Међутим, повратак на драхму подразумева и девалвацију, што би за грчку владу представљало додатни изазов. Земља која спроводи девалвацију требало би да има сазнање да је за успех девалвације потребно испунити бројне захтеве, а посебно да се након спроведене девалвације обезбеди стабилна монетарна ситуација, без инфлације и пораста, стабилна унутрашња привредна ситуација (низак степен незапослености), расположивост садашњих и потенцијалних фондова роба за извоз, реално сагледана стопа девалвације,

која ће довести до девизног курса равнотеже на коме се може дуже остати, као и да се девалвација изврши без претходне најаве.

У том контексту, за Грчку владу су постојали и још увек постоје изазови. Грчка финансијска криза је у исто време и ЕУ политичка криза. Уколико би Грчка банкротирала, Француска и Немачка би дошле у ситуацију да спасавају своје велике банке, што би их скупле коштало, а и са политичког аспекта би било штетније за комплетну ЕУ, него што је то спасавање реформа недисциплинованих чланица попут Грчке. Потпуно је очигледно да се развојна и стабилизациона макроекономска политика не може успешно водити без координације и синхронизације монетарне и фискалне политике. У регулативу ЕУ треба укључити и могућност да, поред приступања, постоји и детаљно елабориран концепт добровољног изласка из ЕУ, као и сагледавање могућности да се високо ризичним државама дозволи да напусте евро и врате се на националну валуту. С обзиром на то да је ЕУ скуп држава са веома високим разликама у свим факторима развоја, узрок кризе треба тражити управо у томе, али такође и препознати да је то сигнал и свих будућих криза, имајући у виду супротности у функционисању ЕУ. Инсистирање Немачке на политици штедње, по сваку цену, једна је од такође врло важних контрадикторности у виђењу ситуације у ЕУ.

Buiter et al. (2010), Gros (2017) преиспитују антикризне мере и у ширем контексту наводе да се политика штедње Немачке односи чак и на земље пред банкротством, насупрот Француске, која заговара ревитализацију потрошње, инвестиције у инфраструктуру, подстицање привредног раста, пораст запослености, дакле спас и превазилажење кризе кејнзијанским моделом антикризне политике.

1.1.3. БРЕГЗИТ – Економско-финансијске последице изласка Велике Британије из ЕУ

Европска унија се до 2016. године није суочавала са потребом држава чланица да напусте интеграцију. У том смислу, неочекивани догађај, који се односи на одлуку Велике Британије да напусти ЕУ, јесте додатни изазов за одрживост постојеће интеграције, а за потребе ове докторске дисертације и прилика за анализу могућих последица по Велику Британију, остале државе чланице и интеграцију ЕУ.

На кратко ћемо се осврнути на питање зашто Велика Британија није усвојила евро, које постављају Целетовић и Шубара у својим истраживањима из 2017. године? Констатација ових аутора упућује да је након вишегодишњих политичких дебата Велика Британија поставила сет интерних критеријума, чије би испуњење значило улазак у ЕМУ и прихватање евра као валуте. Све је садржано у „Пет економских текстова“, које је 1997. године формулисао тадашњи министар финансија Гордон Браун. Економски текстови односили су се на одговоре на питања да ли су пословни циклуси и економска структура компатибилни, да ли постоји довољна флексибилност у случају проблема, и као најважније питање, да ли приступање ЕУ ствара боље услове за фирме у погледу дугорочног инвестирања у Великој Британији? Заправо, кључно је навођење Дејвида Камерона из јануара 2013. године, у којем се каже да је за Велику Британију Европска унија средство за постизање циља просперитета, стабилности, сидро слободе и демократије у Европи и изнад њених обала, а не средство само по себи, те из тог разлога Велика Британија не заговара све тешњу унију (Целетовић, Шубара, 2017). Сасвим је јасно да је у питању иста платформа са које се полази у преговарање у тренуцима када је ова тема актуелна.

У вези са напред изнетим, а за потребе ове докторске дисертације, ослонићемо се на истраживања Стевовића (2018), који истражује објективне последице на економски аспект односа Велике Британије и ЕУ27, у контексту Брежита, при чему полази од рационалних претпоставки да свака страна настоји да максимизује сопствену корист или да минимизује сопствену штету. ЕУ, која није иницирала одлуку Велике Британије, треба да минимизира штету која би могла настати Брежитом. Приликом анализирања утицаја Брежита, Стевовић даље констатује да економски губици представљају највећу забринутост међу другим државама. С тим у вези, статистика указује на позицију Велике Британије, као доминантног економског актера, који представља 14,8% економског подручја ЕУ, њено становништво 12,5%, а заслужна је за 19,4% извоза ЕУ, при чему се, када је реч о трговини унутар Европе, Велика Британија суочава са дефицитом (Стевовић, 2018).

Према Стевовићу, да би се проценио економски утицај Брежита на ЕУ27, неопходно је анализирати могуће резултате преговора, започетих 19. јуна 2017. године, при чему је од кључне важности истаћи да су и некономски утицаји Брежита, а посебно они политички, у директној спрези са преговорима. Разлог је једноставан, јер уколико Велика

Британија за себе постигне повољне економске и трговинске последице, што јој је, сложићемо се, и циљ, друге државе чланице би могле да стекну утисак да се ЕУ може напустити на релативно безболан начин, чиме би се подстакле већ постојеће дезинтеграционе снаге. Копенхагенски критеријуми познају опцију напуштања ЕУ, али не и прецизне кораке, те ће их, у случају Велике Британије, свакако бити нужно дефинисати. Највероватније је да у овом тренутку то питање има ширу и дубљу политичку позадину.

Стевовић (2018) у својим истраживањима представља резултате којима се утврђују следеће пројекције утицаја Бреgzита на финансијски сектор и то: пад прихода од 12-18% у Лондону и пад запослености од 7-8%. Притом се финансијски сектор посматра кроз четири подсектора: банкарство, осигурање (и реосигурање), управљање имовином и клиринг услуге. Ефекти Бреgzита неће се распоредити равномерно на сва четири подсектора, али се кумулативно очекује пад у наведеном проценту. Многа предузећа биће приморана да затворе своје пословање и преместе се на друго место или у другу државу. Најбоља опција за неке финансијере из Лондона биће да се преселе на локације у ЕУ, као и да најбоље позиционирани секундарни финансијски центри могу остварити бенефите уколико се преселе у Франкфурт, Амстердам, Даблин, Луксембург и у нешто мањој мери у Париз (Стевовић, 2018).

Према извршеним анализама Стевовића налазимо да би Лондон и даље доминирао, али свакако не у мери као што је то било пре Бреgzита. Позиција Лондона, као међународног финансијског центра, могла би бити угрожена, уколико велики број европских фирми мигрира након Бреgzита. Процене британских привредника су да у случају изласка из Уније, Велика Британија не би надокнадила губитак друштвеног бруто производа у наредних 15 година (Целетовић, Шубара, 2017). Такође, отворена су питања и ризика повлачења инвеститора из других држава, којих у Великој Британији има око половине укупних инвестиција, као и питање трошкова који ће настати по питању царина које ће поскупети робу из увоза и утицати на ниво цена. Исто се односи и на царинска, нецаринска и техничка ограничења, квоте и остала квантитативна ограничења (Целетовић, Шубара, 2017, наведено према Димитријевић, Целетовић, 2016).

1.2. 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), наилазимо 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 шокovima 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 наметнуле 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).

1.3. 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 банкрутства), 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 прерасти 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 Џелетовић (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 еурозоне. 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 спрези 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 Брежита 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. У просеку се предвиђа да ће основна инфлација у еурозони бити 1,4% у 2019. и 2020. години.

2. Институционална криза у ЕУ

2.1. 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 аутопутем, 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 аутпута 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 вишеprotиве 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 поменуто 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 недисциплину 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 круга 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 (Целетовић, 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. Последице, 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.

2.2. Европски фонд за финансијску стабилност и Европски стабилизациони механизам

Глобална финансијска криза проширила се на све земље Еврозоне, 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 оквире 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 (Целетовић et al. 2017).

Наглим развојем кризе суверених дугова у еврозони, званичници ЕУ су исказали небележени 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 pro-rata 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.

Т Р Е Ћ И Д Е О

НЕСТАНДАРДНЕ МЕРЕ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ, МЕХАНИЗМИ НАДЗОРА БАНКАРСКОГ СЕКТОРА И МОНЕТАРНО-ФИСКАЛНЕ КОНТРОВЕРЗЕ У ФУНКЦИЈИ СТАБИЛНОСТИ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

I. МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА КАО ПРВИ СТУБ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕУ

1. Монетарна политика ЕЦБ

1.1. Трансмисиони механизам и стандардне мере монетарне политике ЕЦБ

Механизам трансмисије монетарне политике комбинација је различитих канала кроз које је утицај предузетих мера монетарне политике проткан кроз економију и ниво цена, након често дугог, варијабилног и непредвидљивог временског периода (Ристић, Живковић, Трнавац, 2018).

Канал трансмисије монетарне политике, означен као канал прихватања ризика, своје дејство остварује утицајем монетарне политике на склоност банака да прихвате већи ризик у зајмовним операцијама. Ниже каматне стопе повећавају вредност хартија од вредности и колатерала. Ако банке и дужници стоје на становишту да је такав раст вредности активе одржив, биће склонији већем позајмљивању, односно прихватању већег ризика. Поред тога, ниже каматне стопе чине ризичну активу још атрактивнијом, јер доноси веће приносе. У оба случаја ниже каматне стопе за банке значе ублажавање кредитних стандарда и велики раст кредита. Развој секјуритизације који је омогућио трансфер кредитног ризика, повећао је склоност банака да прихватају већи ризик.

У циљу дефинисања монетарне политике у еврозони, ЕЦБ је формулисала Стратегију, која започиње дескрипцијом крајњих циљева (инфлације и аупута), као и посрединских циљева. Крајњи циљеви су, међутим, врло често под утицајем акција централне банке, те оне зарад тога бирају посредне циљеве и делују на директнији начин. Током формулисања стратегије монетарне политике веома се водило рачуна давању прецизне дефиниције ценовне стабилности. Тако је Савет гувернера ЕЦБ усвојио дефиницију: „Ценовна стабилност се дефинише као раст, из године у годину, хармонизованог индекса потрошачких цена за евро област за мање од 2%“. ЕЦБ додаје да за све практичне сврхе овај израз подразумева да је предвиђени обим инфлације од 0% до 2%. Према овој дефиницији, цене се стабилизују тако „да се одржавају преко средњег кретања“. Ово имплицира да ако се, на пример, инфлација изненада повећа изнад планираног обима услед „тектонских“ поремећаја, ЕЦБ ће омогућити постепено повратно прилагођавање ка планираном опсегу. ЕЦБ, међутим, не дефинише које је то „средње кретање“ (Алиловић, 2017).

Идентификацијом циља монетарне политике ЕЦБ описује стратегију која ће остварити овај циљ. Тако се предлаже двосмерни приступ, у коме предњачи монетарни. Инфлација је сама по себи монетарни феномен, те би из тог разлога новац у овој стратегији требало да има значајнију улогу. Све већи консензус у академском свету и међу аналитичарима тржишта упућују да је стратегија монетарне политике ЕЦБ препуна мана које је неопходно исправити, при чему је критика усмерена на два проблема. Први се односи на циљеве које ЕЦБ следи, а други на инструменте. У свом раду ЕЦБ користи три типа инструмената: операције на отвореном тржишту, трајне кредите (кредитне линије) и минимум обавезних резерви. Један од најважнијих инструмената монетарне политике ЕЦБ свакако су операције на отвореном тржишту, које подразумевају куповину и продају вредносних папира, у циљу повећања или смањења ликвидности новчаног тржишта. Операције на отвореном тржишту могу бити изведене на више начина. У традиционалном смислу речи, ЕЦБ може отворено да купује и продаје вредносне папире на отвореном тржишту. Ипак, примарна техника коју ЕЦБ користи нису овако транспарентне трансакције, већ „тендер“ трансакције. Овакве операције ЕЦБ назива главним операцијама за рефинансирање. Поменута техника на прави начин илуструје величину улоге каматних стопа, као инструмената монетарне политике. Прва важна одлука Савета гувернера односила се на утврђивање каматне стопе која ће бити примењена на главне операције и рефинансирање. Након тога ЕЦБ најављује тендер, који може бити са фиксним или варијабилним стопама.

Код тендера фиксних стопа, каматна стопа коју изабере Савет гувернера представља фиксну стопу, према којој финансијска институција може да да своју понуду. Након тога отвара се позив за приватне финансијске институције за давањем понуде, зарад добијања одређене количине ликвидности, као компензација за давање колатералног јемства (прикладна актива). Националне централне банке селекују и прикупљају ове понуде, које се затим сливају у центар у ЕЦБ, која одлучује о укупној суми средстава које ће доделити, а након тога дистрибуирати понуђачима *pro rata* у величини њихове понуде (Живковић, Кожегинац, Поповић, 2019).

Постоје два поступка сакупљања понуда које ЕЦБ користи. Тако се, на пример, холандски аукцијски поступак спроводи по каматној стопи од 3%. За све доделе према америчком аукцијском поступку, сваки понуђач плаћа другачију каматну стопу за све узастопне понуде, односно банка добија 5 милиона евра уз 3,03% и 5 милиона евра уз 3,03%.

Операције на отвореном тржишту су главна алатка којом ЕЦБ утиче на монетарне услове. Повећањем или смањењем каматне стопе на своје основне финансијске операције, она утиче и на тржишне каматне стопе. Важно је напоменути да променом величине понуде, она директно утиче и на количину ликвидних средстава. Када је о кредитима реч, они обезбеђују и апсорбују преконоћну ликвидност. Када су у питању кредитне олакшице, банке их могу користити како би се снабделе преконоћном ликвидношћу, путем националних централних банака. Маргинална есконтна стопа коју је фиксирао Савет гувернера најчешће је 1% изнад каматне стопе, која се користи за главно финансирање као олакшица. Преко ових кредита банке имају могућност да позајмљују без ограничења, али уз присуство колатералног јемства. Маргинална есконтна стопа је лимит за ноћну тржишну каматну стопу. На исти начин банке могу да користе и депозитне олакшице. Савет гувернера фиксира каматне стопе на депозитне олакшице. Она је најчешће 1% испод каматне стопе која се користи у главном финансирању као олакшица. Ова каматна стопа основ је за ноћну тржишну каматну стопу.

Све поменуте олакшице администрирају се преко националних централних банака, на децентрализован начин. Путем промена каматних стопа на ове олакшице, Савет гувернера делује на део структуре каматних стопа. Наметање минималне резерве банкама је трећи инструмент монетарне политике ЕЦБ. Процесом манипулације обавезном резервом, ЕЦБ може да делује на услове тржишта новца. Рецимо, раст обавезне резерве утиче на недостатак ликвидности и циља да смањи новчани сток. Употреба обавезне резерве нарочито је промовисана од стране Бундесбанке. ЕЦБ не користи захтев за минималном резервом као инструмент монетарне политике, већ га радије користи као инструмент за решавање краткорочних каматних стопа. Ово се постиже тако што се израчунава захтевана минимална резерва као месечни просек дневних коефицијената резерве, што банкама пружа мотив да „испеглају“ последице привремених флукуација у ликвидности. Све наведено, дакле, односи се на стандардне мере монетарне политике ЕЦБ, док ће о нестандартним бити речи у наредном одељку.

1.2. Нестандардне мере монетарне политике ЕЦБ

Прва примена неконвенционалних мера монетарне политике започета је у Јапану крајем 90-их година прошлог века. Када је о стручној јавности реч, не постоји јединствен

став по питању оправданости неконвенционалних мера монетарне политике и њиховог утицаја на побољшање економских услова у Јапану. Пре избијања финансијске кризе 2008. године, темељи монетарне политике, како историјски, тако и емпиријски, чинили су се поузданим и јаким. Начин примене монетарне политике био је релативно предвидив и систематичан, а на кретање макроекономских варијабли одговарало се путем промене званичних каматних стопа (Момировић, 2013; Момировић, 2014).

Трансмисија монетарних мера од промене референтних каматних стопа до привреде била је релативно јасна и могла се поуздано квантификовати. Након појављивања првих знакова глобалне финансијске кризе 2007. године и њеног продубљивања годину дана касније (банкрот Lehman Brothersa, једне од највећих инвестиционих банака), стварају се нове околности на финансијским тржиштима, које захтевају увођење нестандардних и неконвенционалних мера монетарне политике. У условима глобалне финансијске кризе, спредови каматних стопа на европском, америчком и британском тржишту достижу незапамћене размере, при чему се обим трансакција драстично смањује. Ефикасност традиционалног трансмисијског механизма је доведена у питање јер су учесници на финансијском тржишту ухваћени у „замку ликвидности“. Конвенционалне мере монетарне политике су се такође показале неефикасним, што се најбоље видело на појединим параметрима. Званичне каматне стопе више се нису могле мењати према Тејлоровом правилу, нарушена је равнотежа између каматне стопе централне банке и тржишних каматних стопа, а проблеми у финансијском посредовању су упозоравали да стандардни механизми трансмисије монетарне политике не функционишу. Поменуте околности захтевале су брзу и одлучну реакцију монетарних власти, па су се у таквој ситуацији централне банке окренуле неконвенционалним мерама монетарне политике, усмереним на повећање ликвидности банкарског система, и стабилизацији финансијских тржишта (Acharya et al. 2017).

Наведене мере подразумевају давање ликвидности ширем дијапазону финансијских институција, лабављење услова и проширење рокова доспећа одобрених кредита, куповину дугорочних државних и приватних хартија од вредности, селективно кредитирање специфичних финансијских институција, као и давање експлицитних изјава о будућем кретању званичне каматне стопе. Међу централним банкама механизам и облици ових мера се донекле разликују, али се све време стреми реализацији истих циљева, као што су подршка финансијским тржиштима и спречавање урушавања финансијског

система, што би средњерочно представљало неминовну опасност за макроекономску и ценовну стабилност. Стабилност еврозоне нарушена је порастом интензитета кризе, те је ЕЦБ, као креатор и координатор монетарне политичке еврозоне, морала пронаћи нове, неконвенционалне механизме, како би избегла урушавање монетарне уније и реверзибилност евра. Већ смо споменули да мере неконвенционалне монетарне политике обезбеђују ликвидност широком спектру финансијских институција, истовремено утичући и на лабављење услова и продужење рокова доспећа одобрених кредита, куповину дугорочних државних и приватних хартија од вредности, селективно кредитирање специфичних финансијских институција, као и давање експлицитних изјава о будућем кретању званичне каматне стопе (Момировић, 2014.)

Утицај поменутих неконвенционалних мера монетарне политике на привреду остварује се кроз три кључна канала: канал сигнализирања и канал уравнотежења портфеља, који обухвата канал оскудности и канал трајања. Неконвенционалне мере монетарне политике доносе се од стране централне банке, а деле се на две основне врсте: Мере усмерене на биланс централне банке које обухватају квантитативно лабављење и квалитативно (кредитно) лабављење. Квантитативно попуштање заправо је пораст величине биланса централне банке, кроз пораст њених монетарних обавеза, уз константну просечну ликвидност и ризичност њеног имовинског портфеља. Куповина хартија од вредности обара тржишне каматне стопе и подстиче улагања у ризичнију финансијску имовину, смањује трошкове финансирања и рефинансирања хипотекарних кредита, што за циљ има повећање конкурентности извоза снижавањем девизног курса. Поред трансмисијског механизма, важно је нагласити и степен респонзивности макроекономије на примену одређеног монетарног инструмента, такозвану тракцију. Као трећи фактор, временска конзистентност огледа се у кредибилитету монетарне власти, који утиче на остварење специфичних циљева, као што је ниска стопа незапослености уз истовремену ценовну стабилност. Као први ризик можемо издвојити повећану вероватноћу финансијске нестабилности, која се јавља као резултат неконтролисаног повећања цена финансијске имовине, пре свега оне на обвезничким и акцијским тржиштима, као и на тржишту некретнина.

У својим истраживањима Момировић (2014) наводи да симултано ослањање више водећих централних банака на имплементацију квантитативног попуштања, путем депресијације девизног курса, неминовно потенцира избијање валутних криза. Покушај

сравњивања интерног дисбаланса унутар појединих валутних блокова помоћу компетитивног девизног курса према овом аутору, основни је узрок међусобног поништавања учинка, уколико се на такву стратегију одлучи већи број кључних актера. Као епилог овакве ситуације следи ризик од јачања геополитичких проблема. За разлику од квантитативног лабављења, квалитативно или кредитно лабављење означава структуралну промену активе биланса централне банке, један корак ка мање ликвидној и ризичној имовини, попут приватних и државних хартија од вредности, при чему је истовремено, укупан биланс централне банке константан (Јанцаи, Стакић, 2012).

У другу групу неконвенционалних мера, у коју спадају давања имплицитних и експлицитних изјава од стране централне банке, а тичу се очекиваних будућих мера монетарне политике, као и објава о тренутно примењиваним мерама, представља политику будућих смерница. Чињеница је да су очекивања о будућим мерама у условима отежане ликвидности кључни фактор који одређује начин утицаја монетарне политике на привреду, из чега управо произилази важност политике будућих смерница, од којих су познате две, делфска и одисејска. Политика будућих смерница, окарактерисана као делфска, заправо је давање изјава које појашњавају реакцију нормалне монетарне политике, односно њено спровођење на начин на који је види централна банка. Ово подразумева да се укључују прогнозе централне банке о будућој монетарној политици, које проистичу из њених пројекција о кретању стопе инфлације и раста БДП, као и постојећем монетарном правилу. Основна карактерна црта делфске политике будућих смерница указује на то да се централна банка не обавезује на спровођење одређене монетарне политике у будућности. Са друге стране, одисејском политиком будућих смерница обавезује се на одступање од монетарног правила у неком будућем тренутку, при чему се централна банка обавезује да одржава службену каматну стопу на нижем нивоу него што је то препорука монетарног правила, тј. нормалне реакције монетарне политике (Potter et al. 2019).

Пре краха Lehman Brothers-а, неконвенционалне мере монетарне политике су се односиле на квалитативне олакшице, које, као што смо већ споменули, чине промену структуре, али не и обима биланса централних банака. Након банкротства Lehman Brothers-а долази до неумитног убрзања раста биланса централних банака, самим тим и на промену њихових структура, што представља комбиновано дејство квантитативних и квалитативних олакшица. Квантитативно попуштање ЕЦБ до сада је обележило 1,57

билиона евра обвезничког тржишта Еурозоне са негативним приносима. У овом тренутку ЕЦБ представља једину институцију Еурозоне која својим деловањем претендује да изађе из периода дугорочне стагнације. Сумирајући све наведене ризике повезане са имплементацијом квантитативног попуштања, евидентно је да се, у циљу куповине времена, ради искључиво о инпутима ликвидности (Јанцаи, Стакић, 2012). У циљу тестирања ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике ЕЦБ примењен је векторски ауторегресиони модел (VAR), чији опис и резултати следе у даљем тексту.

2. Примена VAR методе у функцији тестирања ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике ЕЦБ

2.1. Теоријска спецификација VAR модела у мерењу ефикасности монетарне политике

Читавих 30 година VAR модел се примењује као најефикаснији модел за мерење ефеката монетарне политике. Имајући у виду њен значај и утицај на економију, овим питањем су се бавили многи економисти. Анализирајући доступну литературу постоји неколико разлога који алудирају на скептицизам према приступу VAR моделу. С обзиром на то да VAR модели обично укључују релативно мали број варијабли и претпостављају линеарност, они са друге стране искључују асиметрије, попут оне која је резултат опортунистичке политике дезинфлације. Ово је потврђено и одабиром варијабли у моделу развијеном за потребе ове докторске дисертације.

Проблем који настаје приликом анализе ефеката монетарне политике VAR моделом свакако је агрегирање времена. Међутим, приликом истраживања је утврђено да су нејасноће у вези агрегирања времена ирелевантне и да нису способне да мере реалне ефекте монетарне политике. Феномен времена и ефекти агрегатне тражње биће додатно елаборирани са аспекта доктринских дискусија и полемика у тексту који следи, али ће се за почетак кренути од прегледа истраживања ефеката монетарне политике.

Проучавањем кризних механизма ЕЦБ констатујемо да се VAR модел користи приликом анализе ефеката нестандартних мера монетарне политике ЕЦБ. Имајући у виду широк дијапазон примене, како у монетарној, тако и у банкарској сфери, овде ћемо истаћи закључке скоријих истраживања о ефектима монетарне политике, мерене на основу VAR модела. Према наводима Момировића (2014) не постоји много сазнања у

вези са макроекономским ефектима нестандартних мера монетарне политике ЕЦБ. За разлику од традиционалног модела, коришћеног приликом економетријских анализа у ситуацијама где су присутне финансијске дисторзије, VAR модел ипак нуди доказе да на релацији ефеката проширеног стања биланса ЕЦБ и ефеката појединих варијабли макроекономије постоји јака веза. У наставку ћемо приказати резултате економетријског VAR модела, помоћу којег су утврђене зависности између макроекономије и експанзије биланса стања централних банака водећих земаља, подразумевајући и ЕЦБ. По питању ефикасности нестандартне мере монетарне политике дале су запажене резултате. Повећање биланса стања довело је до повећаног раста обе макроекономске варијабле, при чему је доказано да нестандартна монетарна политика има изузетан утицај на макроекономију управо преко аутпута и цена (White, 2010; White, 2015).

Ако упоредимо доказе о конвенционалној трансмисији шокова монетарне политике, повезаним са променом краткорочне каматне стопе, уочићемо да је образац одговора на аутпут квалитативно прилично сличан, док је по питању утицаја на цене другачији. Да конкретизујемо, максимални ефекат повећања биланса стања на потрошачке цене у корелацији је са аутпутотом, док се утицај шокова каматних стопа на ниво цена углавном утврђује веома споро (тек након две године). Дакле, компарацијом ефеката нестандартне политике са ефектима стандардне монетарне политике чини се да произилази да нестандартне политике имају већи аутпут, а самим тим и ниже цене. Према проценама, ефекат нестандартних мера монетарне политике има чак три пута већи ефекат на аутпут, него што то има на цене. Спроведена економетријска истраживања указују да иновације по питању каматних стопа имају много већи ефекат на аутпут него на ефекат цена. Поред тога, дупло повећање биланса стања ЕЦБ само за 2% утиче на раст аутпута, што је еквивалентно са 300 поена смањења камата. Наведени докази, изведени из VAR модела, експлицитно указују да су, нарочито у кризном периоду, нестандартне мере монетарне политике имале огроман утицај на макроекономију, доприневши да се поједини макроекономски ефекти кризе значајно умање. Међутим, ово није правило, нити ће свако повећање биланса стања ЕЦБ показати повољне макроекономске ефекте. Оваква ситуација примењује се искључиво у кризним случајевима када стандардна монетарна политика више не може да обезбеди адекватно спровођење трансмисионог механизма, па се захтева неизоставна примена нестандартне монетарне политике. Ова врста политике својим иновативним објектима ликвидности може да ублажи или ограничи уочене грешке у финансијским системима.

Примена VAR модела нам открива егзогени пораст у билансу стања централних банака, који има позитивне ефекте на привредни раст и на нивое цена. У периоду ескалације кризе спроведено је низ студија, које објашњавају да су нестандартне мере доста помогле у обезбеђивању привремене подршке привреди. Такође, VAR модел је указао како се сваки шок одликује повећањем биланса стања централне банке за око 3%, који затим нестаје у периоду од шест месеци, при чему брзе постају нестабилне под утицајем експанзије биланса за око 1%. Поред предности, традиционална VAR анализа ипак указује и на поједине недостатке. Анализа приступа идентификацији укупног ефекта акције биланса стања централне банке на макроекономију, при чему не процењује експлицитно различите врсте нестандартне монетарне политике нити њене ефекте. Ово указује на претходне тврдње да је VAR модел којим се годинама уназад мере ефекти монетарне политике непотпун (White, 2015).

Условљеност коришћења економетријских модела приликом мерења ефеката појединих политика има своје утемељење и у доктринским размимоилажењима између економиста и то дужи низ деценија, при чему су поједина преиспитивања актуелна и данас. VAR модел, према Момировићу, очигледно представља најлегитимнији начин одбране неолибералног концепта и тенденција у глобалној финансијској економији. С тим у вези, адекватно је осврнути се управо на вишедеценијска полемисања, што у будућности свакако може бити предмет даљих и дубљих истраживања.

VAR модел заправо је основ за дефинисање и развој фундаменталних статистичких концепата, као елементарног оруђа у економетријским истраживањима. Економска примена VAR модела сачињена је од анализе ефеката економске политике, базираној на примени модела декомпозиције варијансе, грешке предвиђања и функције одговора на импулсе. Опис динамичких односа у VAR моделу веома је комплексан, из чега проистиче да његовом анализом може да се отвори и низ економских питања, која нису била предмет ранијих разматрања. У том контексту, VAR модел је интерактиван и пружа везу између теоријских и емпиријских зависности.

Дакле, VAR модел има функцију да предвиди ауторегресивну презентацију стационарног процеса, при чему су све варијабле заступљене у моделу ендогене. Овако динамизирани односи у моделу су потпуно заступљени приликом моделирања сваке променљиве, као сепаратне функције сопствених, претходних вредности и осталих променљивих.

вих у систему. На овакве параметре модела не постављају се лимити, изузев у случајевима ограничења од њихове линеарности. Посебно интригантно питање за многобројне истраживаче VAR модела је избор броја варијабли, јер, по правилу, њихова примена у пракси претендује мањем броју кашњења, али и још мањем броју коришћених серија. Ово имплицира да су модели најчешће димензионални, евентуално тродимензионални, при чему обе врсте губе из вида чврсте економске, теоријске поставке, јер углавном нагињу подацима. Сви поменути разлози указују на то да се примена VAR модела препоручује у пракси као алтернатива често веома комплексним формулацијама система симултаних једначина.

У току испитивања узрочних веза, VAR модел експлицитно даје одговоре на питања које од варијабли имају статистички значајан утицај на будуће вредности сваке системске варијабле. Међутим, одговор по питању временског оквира потребног да се овај утицај рефлектује у систему овакви тестови не могу дати. Зато се управо у VAR моделима анализом функција, одговара на импулсе и декомпозиције варијансе, решавају поменути проблеми. Ефекат дејства неочекиваног шока на кретање временских серија у систему је након многобројних економских истраживања и даље веома интересантно оцењивати, имајући у виду да се функцијом одговора на импулсе региструје сензитивност зависних променљивих на шокове у свакој варијабли у систему. Већина статистичких софтвера приказује резултате одговора на импулсе путем графичких или табеларних приказа. Иако ови резултати у великој мери зависе од редоследа варијабли, они су потпуно произвољни, управо из разлога што су све варијабле у VAR моделима ендogene. Другачији метод је декомпозиција варијансе, који се примењује у сврху анализе динамичности VAR модела. Ова метода одређује односе промена у зависној променљивој, реализованих услед шока у одређеној варијабли, али и у односу на промене које су се оствариле под утицајем шока у другим системским варијаблама. Тако ће, на пример, шок у i -тој варијабли у систему имати већи ефекат и узроковати промене у самој варијабли, али ће то такође утицати и на њихов пренос на остале варијабле у систему, зарад динамичке структуре векторских ауторегресивних модела. Задатак декомпозиције варијансе је да одреди величину варијансе грешке предвиђања одређене варијабле за n период унапред, под утицајем иновација, а функција одговора на импулсе трасира ефекте шокова сваке ендogene варијабле на друге варијабле у VAR моделу. При томе, декомпозиција варијансе одваја варијације у свакој ендогеној варијабли на шокове настале под утицајем различитих компоненти VAR модела.

Дакле, декомпозиција варијансе пласира информације о изабраним прогнозама на тему релативног значаја ефеката шока код свих варијабли у VAR моделу док су извор грешке прогнозе варијације текућих и будућих вредности. Пракса потврђује да се декомпозицијом варијанси обично долази до закључка да шокови који се дешавају у самој серији објашњавају највећи проценат варијансе грешке предвиђања код VAR модела. Најчешће коришћени приступ приликом тестирања коинтеграције у VAR моделима и оцени коинтеграционих параметара свакако је Јохансенова процедура, која подразумева утврђивање броја коинтеграционих вектора међу тестираним варијаблама, уз помоћ методе максималне веродостојности. Као тест јединичног корена, Јохансенов текст коинтеграције је изузетно осетљив на присуство детерминистичких компоненти у коинтеграционој вези, те је самим тим, тест развијен у условима детерминистичког тренда који егзистира или изван или унутар коинтеграционе релације. Јохансенова процедура базира се на анализи скупова променљивих и бави се испитивањем да ли су интегрисани процеси заправо процеси првог реда, као и да ли су међусобно коинтегрисани. Уколико је присутан један коинтеграциони вектор, Engle-Granger-ов метод, као и Јохансенов, дају апсолутно исту асимптомску дистрибуцију. Уочи ли се поменутом анализом један коинтеграциони вектор, углавном се примењује модел са корекцијом грешке, тзв. VECM модел.

Уз помоћ Јохансенове процедуре, такође је могуће радити на тестирању хипотеза, које су у директној вези са релацијама коинтеграције. Једна од мањкавости Engle-Granger-овог метода, чије је тестирање омогућено Јохансеновом процедуром је немогућност тестирања хипотеза о дугорочним, равнотежним релацијама између променљивих. Неке од предности VAR модела биће више изражене ако се упореде са другим приступима приликом економетријског моделирања, а нарочито у односу на униваријантне моделе временских серија или структурне моделе симултаних једначина. VAR модели, за разлику од униваријантних ауторегресивних модела су флексибилнији, те укључивањем и других вредности, а не искључиво једне променљиве, својом богатом структуром омогућавају да се на бољи начин апроксимира понашање посматраних феномена. Неке од компаративних предности VAR модела могу се сажети у констатацији да истраживач не мора да прави разлику између ендогених и егзогених варијабли, јер се обе сматрају ендогеним. Дакле, VAR модел се на тај начин може изједначити са редукованом формом структурног економетријског модела. Друга предност VAR модела је што су њихова предвиђања обично много боља, за разлику од традиционалних структурних модела.

Како би се проверила ефикасност трансмисионог механизма ЕЦБ, методом каматног канала спроведена је векторска ауторегресиона анализа (VAR). Каматни канал трансмисионог механизма тестиран је увидом у кретање каматних стопа ЕОНИА и једномесечног ЕУРИБОРА.

Канал каматних стопа у развијеним тржишним привредама представља најважнији канал трансмисионог механизма монетарне политике, који код нас још увек нема велики значај. Испољава се на следећи начин: Промене каматних стопа централне банке доводе до промена краткорочних каматних стопа на новчаном и финансијском тржишту; Имајући у виду инфлаторна очекивања, номинална краткорочна каматна стопа утиче на реалну краткорочну каматну стопу; Тренутне и очекиване реалне краткорочне каматне стопе утичу на дугорочније реалне каматне стопе; Дугорочније реалне каматне стопе утичу на обим и структуру потрошње, а посебно на склоност ка штедњи и инвестицијама економских субјеката.

ЕОНИА је преконоћна референтна каматна стопа за еуро. Радна група приватног сектора за неризичне каматне стопе препоручила је да тржишни учесници, почев од 2. октобра 2019. поступно замене ЕОНИА-у новом европском краткорочном каматном стопом (€СТР). ЕОНИА израчунава ЕСБ у име Европског института за тржишта новца (ЕММИ), који је непрофитна организација са седиштем у Бриселу. Обично се израчунава као пондерисани просек каматних стопа на преконоћне неосигуране међубанкарске кредите. ЕММИ је најавио да ће се, након што €СТР буде доступан и до 3. јануара 2022, ЕОНИА израчунавати као €СТР увећан за разлику, како би се тржишту омогућило довољно времена за прелазак на €СТР.

ЕУРИБОР је дневна референтна каматна стопа по којој банке позајмљују новац на међубанкарском тржишту и рачуна се за неколико доспећа (једна недеља, један месец, три месеца, шест и дванаест месеци). Њоме управља Европски институт за тржишта новца.

2.2. Избор варијабли и развој VAR модела

У циљу примене VAR модела за оцену ефикасности трансмисионог механизма ЕЦБ, анализа ће бити спроведена у неколико фаза, и то: 1. Дескриптивна анализа

временских серија за све варијабле укључене у модел; 2. Утврђивање стационарности временских серија тестирањем јединичног корена применом АДФ (*Augmented Dickie Fuller*) теста; 3. Утврђивање оптималног временског помака варијабли; 4. Спровођење дијагностичких тестова нормалности и хомоскедастичности резидуала; 5. Утврђивање каузалности између варијабли; 6. Декомпозиција варијансе зависно променљивих и 7. Процена функције импулсивног одзива.

2.2.1. Дескриптивна статистика

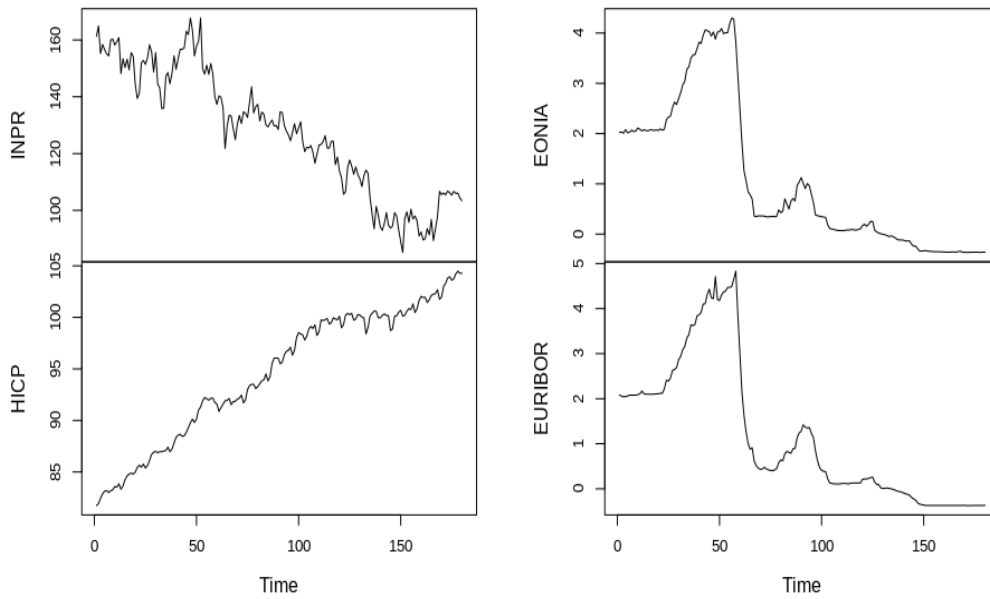
Спроведена VAR анализа укључује 4 варијабле: индекс индустријске производње у евро зони (ИНПР), индекс потрошачких цена у евро зони (ХИЦП) и месечне промене каматне стопа (ЕОНИА и ЕУРИБОР). Независне варијабле у моделу су месечне промене каматних стопа ЕОНИА и ЕУРИБОР, а зависне променљиве су индекс индустријске производње у евро зони и индекс потрошачких цена у евро зони. Сви подаци приказани су на месечном нивоу, а анализа предвиђа временски период од 15 година, почев од јануара 2004, закључно са децембром 2018. године. Узорак чини 180 јединица, без недостајућих података. Подаци су преузети са сајта Еуростат, а за обраду података је коришћен програмски пакет R 3.4.4, уз употребу пакета “varc” верзија 1.5.

Табела 2. Дескрипција узорка VAR модела

<i>Варијабла</i>	<i>Просек</i>	<i>Медијана</i>	<i>Максимум</i>	<i>Минимум</i>	<i>Стандардна девијација</i>	<i>Број обсервација</i>
ИНПР	127.5	129.5	167.7	85.2	22.33499	180
ХИЦП	94.58	96.04	104.48	81.74	6.43286	180
ЕОНИА	1.0663	0.3575	4.299	-0.366	1.46481	180
ЕУРИБОР	1.173	0.465	4.83	-0.372	1.54731	180

Можемо уочити да су на почетку економске кризе ЕОНИА и ЕУРИБОР значајно порасли, да би након тога нагло пали и задржали се на нижем нивоу у односу на период пре кризе, задржавајући тренд опадања. У истом периоду уочен је перманентан раст цена, као и пад индустријске производње.

Kretanje vrednosti indeksa proizvodnje, cena, EONIA i EURIBOR-1m kamatnih stopa



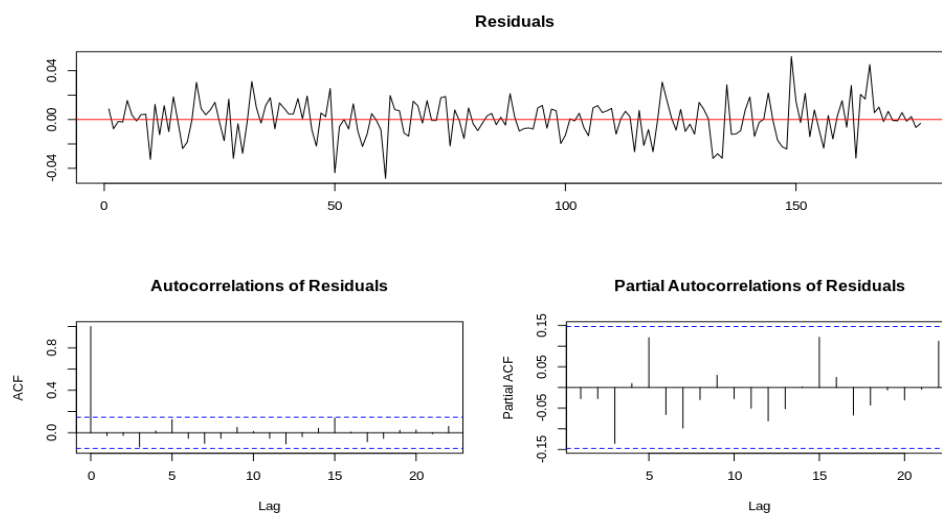
Графикон 3. Кретање вредности индекса производње, цена, ЕОНИА и ЕУРИБОР 1М каматних стопа

2.2.2. Утврђивање стационарности временских серија

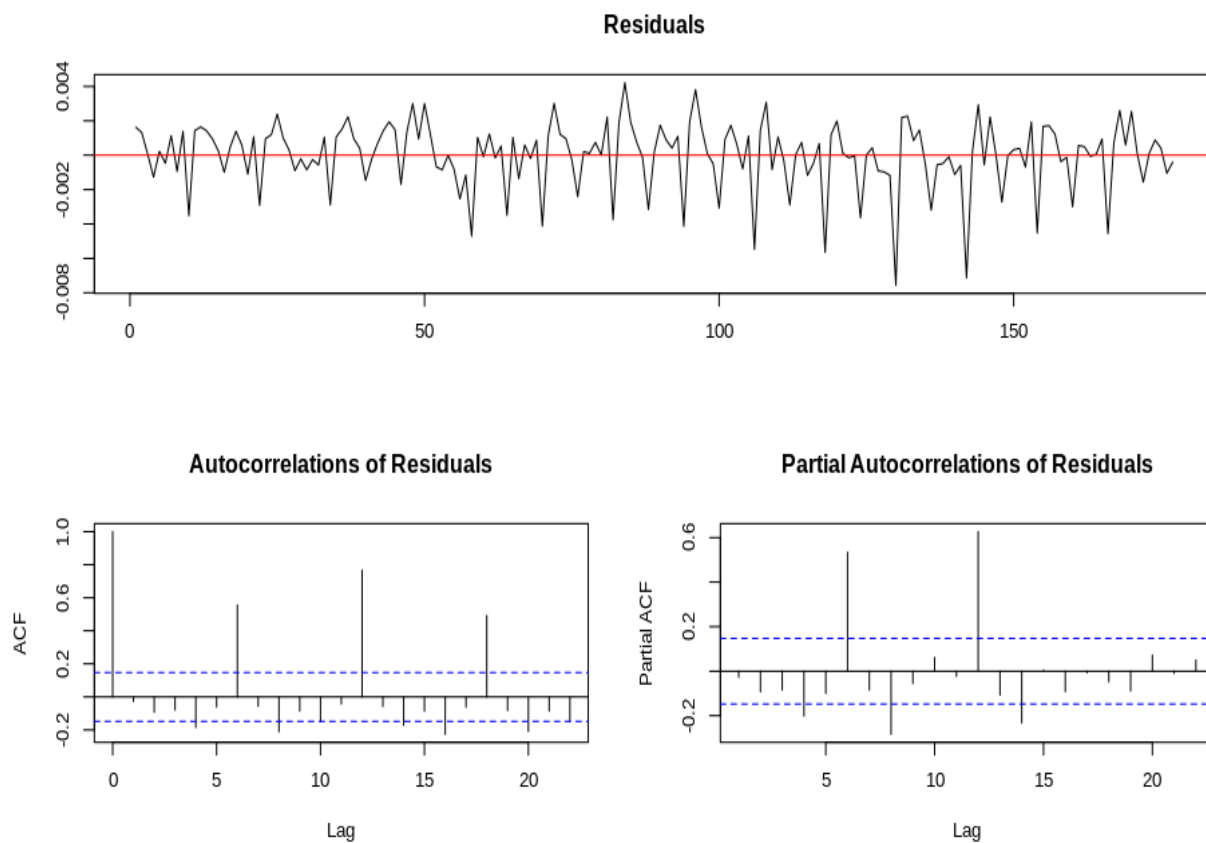
Временске серије, тачније њихова стационарност, тестиране су АДФ тестом. Да би временске серије могле бити основ за VAR модел, потребно је да буду стационарне. У случају када временске серије на првим подацима нису стационарне, врши се њихово диференцирање како би се потврдила стационарност. Резултати АДФ теста за све варијабле приказани су у табели. Из вредности колоне p уочавамо да се нулта хипотеза не може одбацити за све варијабле, те да оригиналне временске серије нису стационарне. Услед тога извршена је лог-диференцијација временских серија првог реда, а затим изнова спроведен АДФ тест. Поновљени тест над трансформисаним подацима доказ је да су временске серије стационарне, па је анализа настављена са трансформисаним подацима.

Табела 3. Резултати АДФ теста

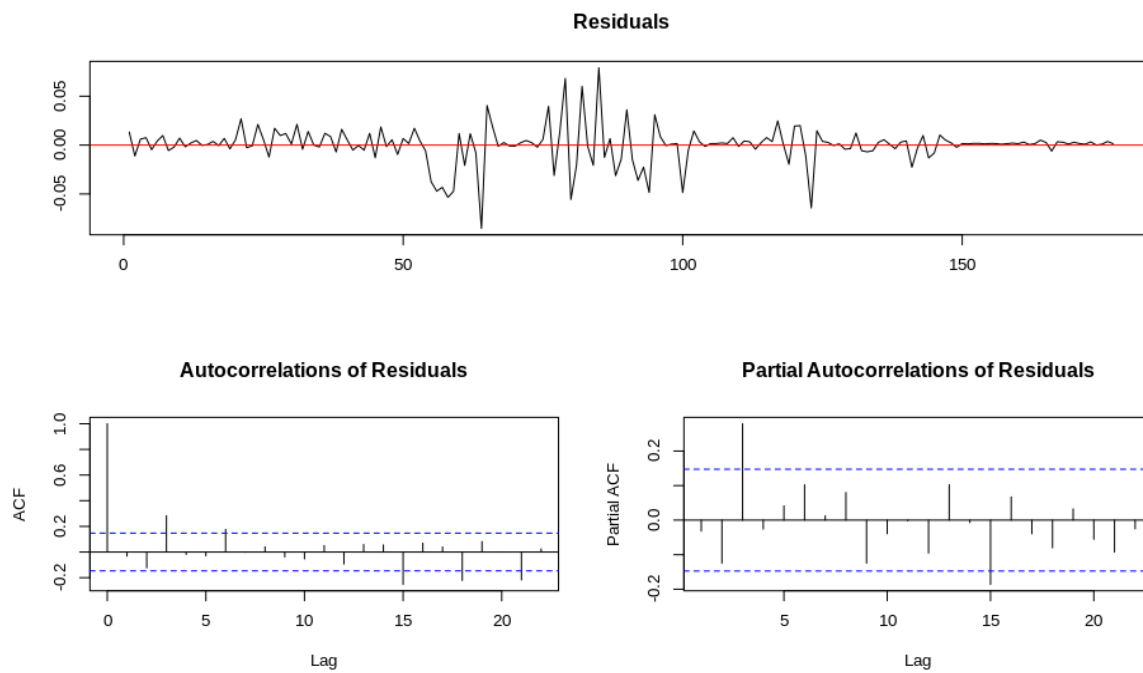
Варијабла	Time lag	Оригинални подаци		Диференцирана-лог серија	
		τ	π	t	n
INPR	1	-1.556	0.1818	-12.040	< 0.001
HICP	1	-1.375	0.1710	-12.037	< 0.001
EONIA	1	-1.196	0.2330	-6.134	< 0.001
EURIBOR	1	-1.070	0.286	-4.865	< 0.001



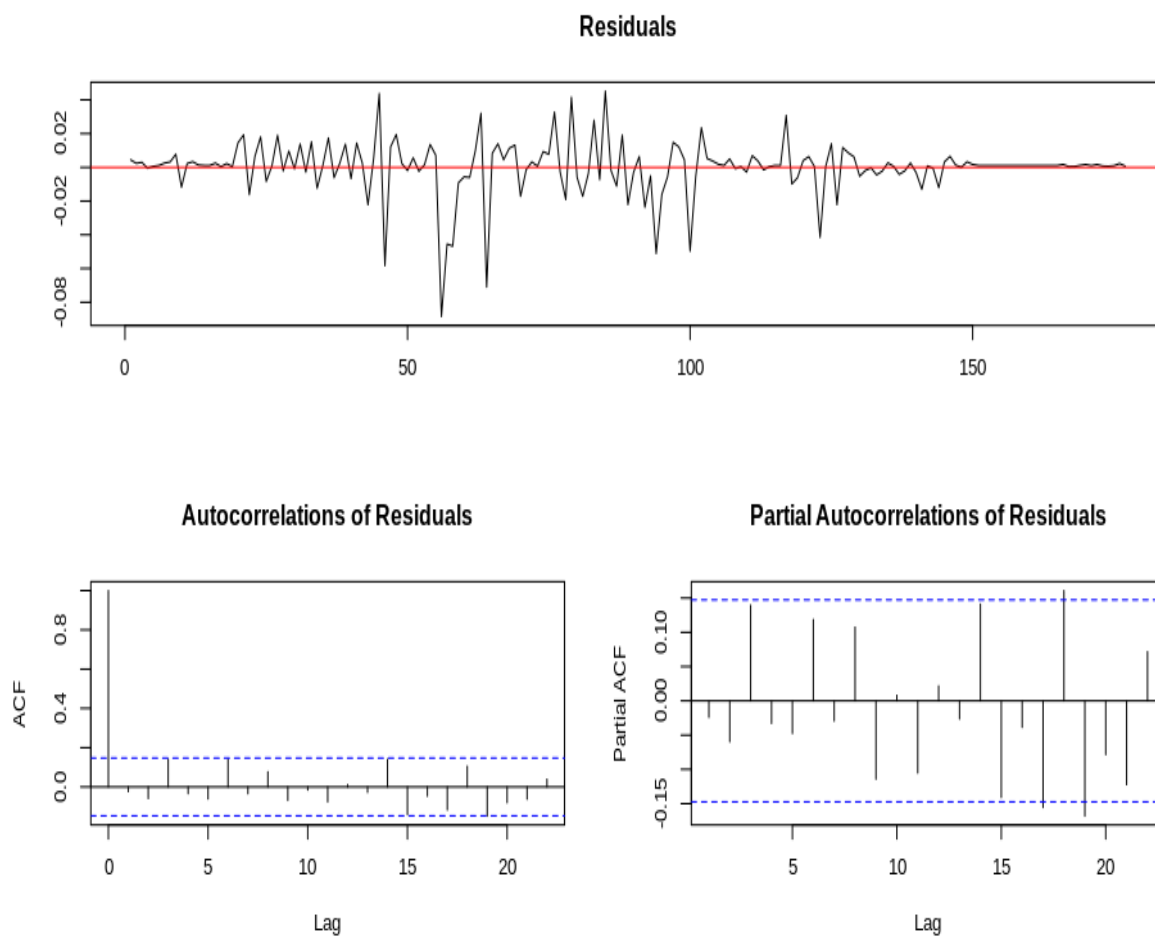
Графикон 4. Резултати АДФ теста за индекс индустријске производње



Графикон 5. Резултати АДФ теста за индекс раста цена на мало



Графикон 6. Резултати АДФ теста за каматну стопу ЕОНИА



Графикон 7. Резултати АДФ теста за једномесечни ЕУРИБОР

2.2.3. Избор оптималне доцње у VAR моделу

У циљу одабира оптималног временског помака, тестирани су модели са помаком до максимално 24 месеца, при чему су коришћени следећи критеријуми: Акаике информациони критеријум (*Akaike information criterion*, AIC), Ханан Квин информациони критеријум (*Hannan-Quinn information criterion*, HQ), Шварц информациони критеријум (*Schwartz information criterion*, SC) и ФПЕ коначна грешка (*Final Prediction*, FPE).

Табела приказује вредности појединачних критеријума за 24 помака. Звездицом је означен оптималан помак по одређеном критеријуму.

Табела 4. Избор оптималног временског помака варијабли модела

	AIC(n)	HQ(n)	SC(n)	FPE(n)
1	-37,39831	-37,23881	-37,00561*	5,7301E-17
2	-37,5654	-37,27829*	-36,85854	4,8504E-17
3	-37,60887	-37,19416	-36,58785	4,649E-17
4	-37,66556	-37,12324	-36,33038	4,4015E-17
5	-37,55388	-36,88396	-35,90454	4,9371E-17
6	-37,72988	-36,93235	-35,76638	4,1597E-17
7	-37,67058	-36,74545	-35,39292	4,4424E-17
8	-37,61385	-36,56111	-35,02203	4,7425E-17
9	-37,60608	-36,42574	-34,7001	4,8328E-17
10	-37,47884	-36,17089	-34,2587	5,5658E-17
11	-37,40223	-35,96667	-33,86793	6,1134E-17
12	-38,19106	-36,6279	-34,3426	2,8365E-17*
13	-38,08109	-36,39032	-33,91847	3,2467E-17
14	-38,07249	-36,25412	-33,59571	3,3737E-17
15	-37,99763	-36,05166	-33,20669	3,7654E-17
16	-37,97875	-35,90518	-32,87365	3,9973E-17
17	-37,90909	-35,70791	-32,48983	4,4941E-17
18	-37,93636	-35,60757	-32,20294	4,6198E-17
19	-38,01546	-35,55907	-31,96788	4,5467E-17
20	-38,03201	-35,44801	-31,67027	4,8084E-17
21	-38,03245	-35,32085	-31,35655	5,2225E-17
22	-38,12618	-35,28697	-31,13612	5,2293E-17
23	-38,14049	-35,17368	-30,83627	5,7468E-17
24	-38,23167*	-35,13726	-30,61329	5,9403E-17

У зависности од посматраног индикатора, резултати анализе сугеришу модел са временским помаком од 1, 2, 12 или 24 месеца. Из тог разлога урађени су дијагностички тестови, након чега је изабран модел са најмањом вероватноћом постојања серијске корелације резидуала, модел са временским помаком од 4 месеца, иако је и за њега одбачена нулта хипотеза, како не би дошло до појаве серијске корелације резидуала.

2.2.4. Дијагностички тестови

У даљем поступку тестирања неопходно је да резидуал има нормалну дистрибуцију и да је хомоскедастичан, али и да не постоји серијска корелација резидуала. Зато су спроведени одговарајући тестови.

а) Тест нормалности резидуала

Провера униваријантне и мултиваријантне нормалности резидуала диференцираних серија извршена је употребом Jarque-Bera тестова за униваријантну и мултиваријантну нормалност. Резултати тестова су приказани у табели 5. и показују да једино резидуал варијабле ИНПР има нормалну дистрибуцију, док у случају осталих варијабли не постоји нормалност резидуала. Такође, не постоји ни мултиваријантна нормалност резидуала на нивоу значајности од 95%.

Табела 5. Резултати Jarque-Bera тестова униваријантне и мултиваријантне нормалности резидуала

<i>Варијабла</i>	<i>Нормалност</i>	<i>Скјунес</i>	<i>Куртозис</i>
ИНПР	$X^2(2)=0.11; p=0.9442$		
НИСР	$X^2(2)=78.05; p<0.0010$		
ЕОНИА	$X^2(2)=98.65; p<0.0010$		
ЕУРИБОР	$X^2(2)=102.92; p<0.0010$		
мултиваријантна	$X^2(8)=300.64; p<0.0010$	$X^2(4)=65.419; p<0.0010$	$X^2(4)=235.22; p<0.0010$

б) Хомоскедастичност резидуала

Провера хомоскедастичности серија података спроведена је употребом ARCH-LM теста, којима се чекирала нулта хипотеза у смислу да ли је резидуал хомоскедастичан. Резултати тестова за сваку варијаблу понаособ и мултиваријантно, приказани су у табели. Резултати тестова саопштавају да се нулта хипотеза може одбацити код варијабли ХИЦП и ЕОНИА, тј. резидуал је хомоскедастичан код варијабли ИНПР и ЕУРИБОР, али је потенцијално хетероскедастичан на релацији варијабли ХИЦП и ЕОНИА. Мултиваријантни тест на тај начин појашњава да не постоји значајан АРЦХ ефекат на нивоу целог модела.

Табела 6. Резултати ARCH-LM униваријантне и мултиваријантне хомоскедастичности

<i>Варијабла</i>	χ^2	<i>n</i>
INPR	$\chi^2(16)=23.653$	0.0974
НІСР	$\chi^2(16)=68.831$	< 0.0010
EONIA	$\chi^2(16)=38.773$	0.0012
EURIBOR	$\chi^2(16)=26.184$	0.0515
мултиваријантна	$\chi^2(500)=597.20$	0.0018

в) Серијска корелација резидуала

Како би се проверило постојање аутокорелације резидуала, спроведен је Портмантеау тест, којим се тестира нулта хипотеза H_0 , где не постоји серијска корелација резидуала. Статистика добијене вредности $\chi^2(192)=255.81$; $p=0.001415$, подразумева да се нулта хипотеза одбацује, односно да постоји аутокорелација резидуала.

2.2.5. Грангеров тест каузалности

Анализе такозваних узрочно-последичних веза између варијабли, спроведене су Грангеровим тестом каузалности. У табели су приказани резултати теста за сваку варијаблу посебно, при чему помак износи 4 месеца. Значајне, такозване узрочне везе, на нивоу значајности од 95%, означене су звездicom, а на нивоу значајности од 90% тачком.

Табела 7. Грангер-узрочне везе између варијабли

<i>Зависна варијабла</i>				
Регресор	INPR	НІСР	EONIA	EURIBOR
INPR	-	$F=0.1573; p=0.9595$	$F=0.731; p=0.572$	$F=0.8873; p=0.4729$
НІСР	$F=1.5947; p=0.1781$	-	$F=1.2977; p=0.273$	$F=2.1042; p=0.083$
EONIA	$F=0.3894; p=0.816$	$F=0.7717; p=0.545$	-	$F=1.147; p=0.3363$
EURIBOR	$F=1.3371; p=0.2583$	$F=1.1833; p=0.3201$	$F=18.583; p<0.001^*$	-

На основу резултата спроведеног теста ЕУРИБОР грангер утиче на појаву каматне стопе ЕОНИА на нивоу значајности од 95%, док НІСР грангер утиче на ЕУРИБОР са

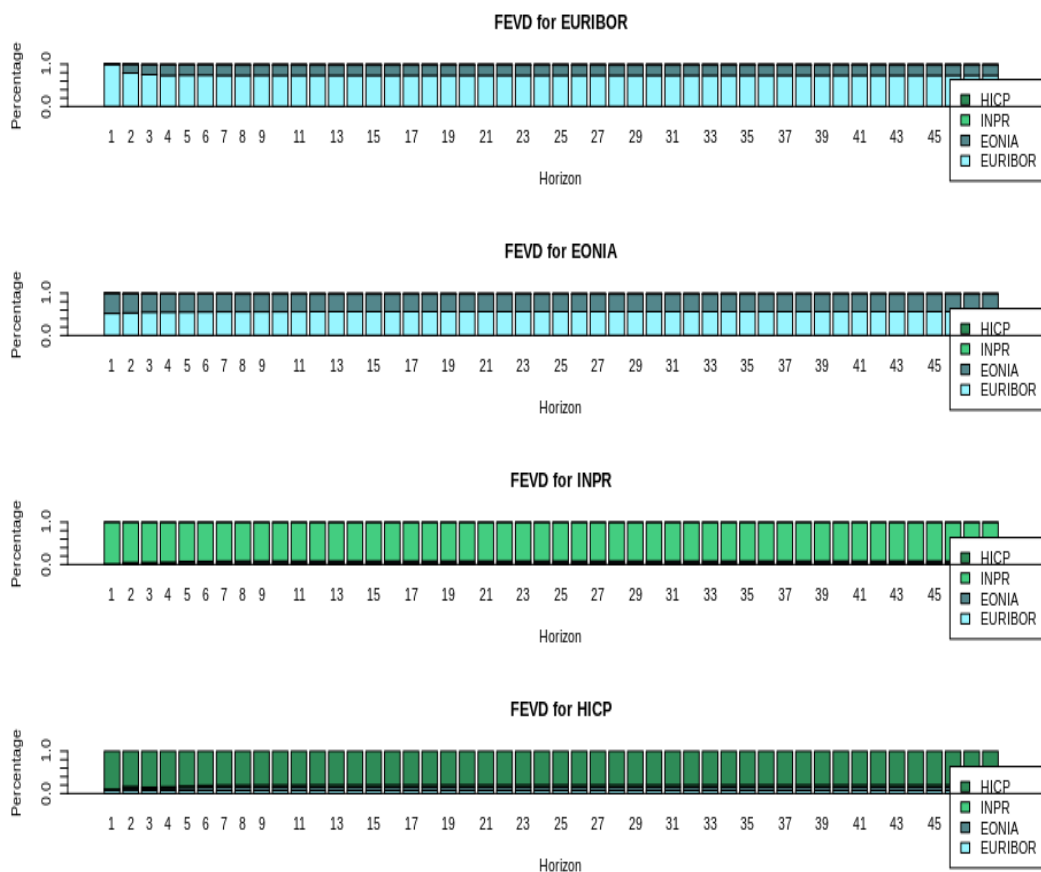
значајношћу од 90%. Мултиваријантним Грангеровим тестом испитивана је узрочно-последична веза између каматних стопа ЕОНИА и ЕУРИБОР као независних варијабли и индекса производње и индекса потрошачких цена као зависних варијабли, са помаком од 4 месеца. Тестирана је нулта хипотеза у циљу утврђивања Грангер узрочности између ова два скупа варијабли. На основу резултата добијене вредности статистика $F(16,632) = 2.0811$; $p = 0.0078$) одбацујемо нулту хипотезу и доносимо закључак да ЕОНИА и ЕУРИБОР грангер узрокују индексе производње и потрошачких цена.

2.2.6. Декомпозиција варијансе

Декомпозиција варијансе је начин да се идентификује степен у којем варијабилност зависне варијабле у ранијим периодима утиче на варијабилитет у текућем периоду. Такође, декомпозиција варијансе показује и степен у којем варијабилност независних варијабли утиче на варијације у зависној варијабли. На тај начин се одређује структура утицаја на зависну варијаблу и идентификују главни узрочници промена зависне варијабле.

На графикону уочавамо структуру варијансе четири варијабле, која се односи на период предвиђања од 48 месеци. Из дијаграма се јасно види да су варијације индекса производње углавном условљене варијацијама самог индекса производње, а незнатно варијацијама ЕОНИА каматне стопе.

Предвиђања у почетним месецима нам саопштавају да највећи удео у варијацијама индекса потрошачких цена има сâм индекс потрошачких цена. Утицај варијација каматних стопа ЕУРИБОР и ЕОНИА на варијације индекса потрошачких цена расте до седмог месеца, након чега следи стабилизација.



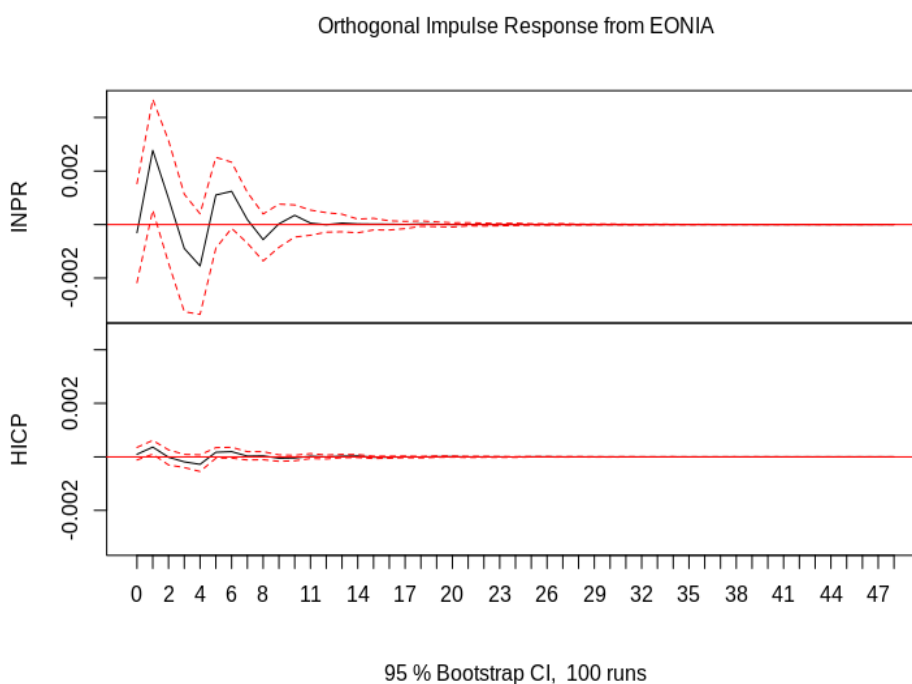
Графикон 8. Декомпозиција варијансе

2.2.7. Функција импулсивног одзива

За описивање реакције варијабле у моделу на ситуацију када се у једној или више варијабле деси изненадна промена користи се функција импулсивног одзива. Ова функција мери ефекте шока ендogene варијабле на саму себе и на остале ендogene варијабле у моделу, те на тај начин омогућава праћење трансмисије иницијалног сигнала.

Реакција индекса производње и потрошачких цена на промену каматних стопа ЕОНИА и ЕУРИБОР од стандардне девијације приказана је на следећим графиконима.

Графикон приказује промену ЕУРИБОР-а за једну стандардну девијацију, која узрокује промену индекса производње у првих 7 месеци, а затим овај ефекат нестаје. Промена каматне стопе ЕУРИБОР од једне стандардне девијације има минималан утицај на индекс потрошачких цена.



Графикон 9. Реакција на промену ЕОНИА

Из графикана смо уочили да промене каматне стопе ЕОНИА за једну стандардну девијацију изазива нестабилност индекса производње у првих 11 месеци, након чега тај ефекат јењава. Индекс потрошачких цена пролази кроз мале промене у првих 6 месеци након промене каматне стопе ЕОНИА, након чега ефекат нестаје. Промена каматне стопе ЕОНИА изазива веће промене од ЕУРИБОР-а код обе варијабле.

2.3 Анализа резултата VAR модела

У контексту анализе резултата добијених коришћењем VAR модела, специфицираћемо резултате који се наводе и у претходним поднасловима овог поглавља. Имајући у виду да смо у уводним разматрањима навели да ћемо посматрати период од 2004. до 2009. (период пре кризе), као и период од 2009. до 2018. године (период кризе, уз напомену да је период од последњих 5 година идентификован као посткризни), у развоју модела уочено је да је адекватније посматрати цео период, са фокусом на дејства у кратком и дугом року. Дакле, спецификацију резултата истраживања чини следећа структура: Како би се проверила ефикасност трансмисионог механизма ЕЦБ, методом каматног канала спроведена је векторска ауторегресиона анализа (VAR). Каматни канал посматран

је на начин који представља кретање две каматне стопе ЕОНИА и једномесечни ЕУРИБОР.

Спроведена VAR анализа, дакле, подразумева 4 варијабле: индекс индустријске производње у евро зони, индекс потрошачких цена у евро зони и месечне промене каматних стопа ЕОНИА, као и једномесечни ЕУРИБОР. Сви подаци приказани су на месечном нивоу, а анализа предвиђа временски период од 15 година, почев од јануара 2004, закључно са децембром 2018. године. Узорак чини 180 јединица, без недостајућих података.

Можемо уочити да су на почетку економске кризе ЕОНИА и ЕУРИБОР значајно порасли, да би након тога нагло пали и задржали се на нижем нивоу у односу на период пре кризе, задржавајући при томе тренд опадања. У истом периоду уочен је перманентан раст цена, као и пад индустријске производње. Резултати тестова саопштавају да се нулта хипотеза може одбацити код варијабли ХЦИП и ЕОНИА, тј. резидуал је хомоскедастичан код варијабли ИНПР и ЕУРИБОР, али је потенцијално хетероскедастичан на релацији варијабли НПСР и ЕОНИА. Мултиваријантни тест на тај начин показује да не постоји значајан ARCH ефекат на нивоу целог модела. Статистика добијене вредности $\chi^2(192)=255.81$; $p=0.001415$, подразумева да се нулта хипотеза одбацује, односно да постоји аутокорељација резидуала. Мултиваријантним Грангеровим тестом испитивана је узрочно-последична веза између каматних стопа ЕОНИА и ЕУРИБОР, као независних варијабли и индекса производње и индекса потрошачких цена као зависних варијабли, са помаком од 4 месеца. Тестирана је нулта хипотеза у циљу утврђивања Грангер узрочности између ова два скупа варијабли. На основу резултата добијене вредности статистика $F(16,632) = 2.0811$; $p= 0.0078$) одбацујемо нулту хипотезу и доносимо закључак да ЕОНИА и ЕУРИБОР грангер узрокују индексе производње и потрошачких цена.

Из спроведене анализе уочавамо структуру варијансе четири варијабле, која се односи на период предвиђања од 48 месеци. Јасно се види да су варијације индекса производње углавном условљене варијацијама самог индекса производње, а незнатно варијацијама ЕОНИА каматне стопе. Предвиђања у почетним месецима нам саопштавају да највећи удео у варијацијама индекса потрошачких цена има сâм индекс потрошачких цена. Утицај варијација каматних стопа ЕУРИБОР и ЕОНИА на варијације индекса потрошачких цена расте до седмог месеца, након чега следи стабилизација. Анализа показује да промена ЕУРИБОР-а за једну стандардну девијацију узрокује промену индекса производње у првих 7 месеци, а затим овај ефекат нестаје. Промена каматне стопе

ЕУРИБОР од једне стандардне девијације има минималан утицај на индекс потрошачких цена. Уочили смо да промене каматне стопе ЕОНИА за једну стандардну девијацију изазива нестабилност индекса производње у првих 11 месеци, након чега тај ефекат јењава. Индекс потрошачких цена пролази кроз мале промене у првих 6 месеци након промене каматне стопе ЕОНИА, након чега ефекат нестаје. Промена каматне стопе ЕОНИА изазива веће промене од ЕУРИБОР-а код обе варијабле.

Дакле, у коначном можемо закључити да је трансмисиони механизам монетарне политике ЕЦБ, преко каматног канала, у “одређеној” мери ефикасан, што значи да одбацујемо прву хипотезу. Одбацивање прве хипотезе није потпуно, обзиром на недостатке које смо презентовали у одељку ранијих истраживања VAR модела, и имајући у виду ефекте каматног канала у кратком и дугом року. Посматрано у дугом року, монетарна политика дефакто има ограничен утицај на реалну привреду и прилично незнатан утицај на аутпут, док, са друге стране, има огромног утицаја на ниво инфлације, што упућује на закључак да је посматрано на дужи рок монетарна политика прилично неутрална. Међутим, путем краткорочне ригидности номиналних цена и плата, монетарна политика има моћ директног утицаја на аутпут у кратком и средњем року. По питању кратког рока, монетарна политика има утицаја на реалне варијабле, као што су потрошња, инвестиције, производња и стопа запослености. Из свега наведеног можемо закључити да је монетарна трансмисија веома компликован процес, нарочито уколико то посматрамо с временског аспекта, где носиоци монетарне политике морају бити прилично опрезни приликом доношења одлука. Такође, услед временског аспекта, ЕЦБ у већини случајева доноси управо средњорочне планове приликом обликовања монетарне политике. Чињеница да је трансмисиони механизам ЕЦБ од 90-их година прошлог века све до данас доживео огромне промене, опомиње нас да ове промене ипак нису довеле до очекиваних измена када је у питању реакција индустријске производње и инфлације на деловање монетарне политике, јер на дуге стазе може контролисати инфлацију. Ово имплицира да се монетарна трансмисија, упркос променама пре финансијске кризе битно не разликује од оне која је егзистирала деведесетих година 20. века.

Најзначајнији канал монетарне трансмисије, мада не у потпуности доминантан, свакако је канал каматне стопе, путем којег ЕЦБ директно утиче на дугорочне каматне стопе, а самим тим и на макроекономска кретања и стабилност. Посматрајући краткорочне каматне стопе можемо уочити да њихово повећање привремено смањује аутпут, док се сам врхунац може уочити тек након годину дана. Са друге стране, цене реагују

спорије и у току прве године у инфлацији скоро да и нису приметне промене. Тек након прве године долази до промене инфлације, која са годинама опада. Као резултат импликација на аутпут уочава се мања количина инвестиција, што последично доводи до смањења агрегатне потражње, односно количине кредита у привреди, тј. количине новца у оптицају. Финансијска криза узроковала је у великој мери каматни канал, па је његова ефикасност стављена под огроман знак питања, а на тај начин и делотворност монетарне политике. Разлог овоме можемо пронаћи у повећаном спреду на релацији каматна стопа коју спроводи ЕЦБ и каматне стопе на новчаном тржишту.

Своју монетарну политику ЕЦБ спроводи управљајући краткорочним каматним стопама на новчаном тржишту (ЕОНИА), при чему је чак у могућности да у нормалним околностима утиче на каматну стопу и на новчаном тржишту (ЕУРИБОР), која одређује краткорочне каматне стопе, према којима банке међусобно дају кредите и депозите. Са избијањем и ширењем финансијске кризе из 2007. године, каматне стопе су доживеле изузетне промене, узрокујући при томе раст стопе ЕУРИБОРА до у недоглед. ЕЦБ и монетарне власти широм света на кризу су реаговале смањењем каматних стопа. Снага ЕЦБ да утиче на каматне стопе на новчаном тржишту била је прилично ослабљена, те је у тражењу спаса ЕЦБ излаз пронашла у нестандартним мерама, операцијама ликвидности које су имале снагу да значајно утичу на каматне стопе на новчаном тржишту. Из свега наведеног произилази питање да ли каматни канал монетарне трансмисије делује и за време и након финансијске кризе, јер ако не делује, која су будућа решења монетарне политике. Велики број индустријализованих земаља је у последње две деценије остварио одрживи раст који се огледао најпре у трговини, али и значајне промене у начинима рада финансијских тржишта, реформама које су означиле либерализацију тржишта производа и рада, те јачи фокус средишњих банака по питању стабилности цена. Пресудна промена која је утицала на привреду државе чланица у континенталној Европи било је конституисање Европске монетарне уније, 1999. године. Исто тако, уклањање ризика и оснивање Европске средишње банке променило је начин на који су обликована очекивања, односно одлуке домаћинстава и компанија о инвестицијама и потрошњи. Након више од једне деценије од стварања ЕМУ, сада је било сасвим довољно података који би омогућили проучавање промена које су се појавиле у механизму монетарне трансмисије.

Такође, вођење монетарне политике је значајно промењено и са повећаним акцен- том на стабилност цена. За мерење ефикасности монетарне трансмисије, нужно је сагле- дати и остале факторе, а не само реакцију на промене каматне стопе. Анализирајући само пренос каматних стопа средишње банке на тржишне каматне стопе недовољно је да би се оценила ефикасност монетарне политике у постизању коначног циља, стабилности цена. У том контексту, ефикасно функционисање свих трансмисионих канала, поготово каматне стопе, али и широког кредитног канала је кључно. Исто тако, способност сре- дишње банке у задржавању инфлационих очекивања у складу са ценовном стабилношћу је кључно за ефикасно деловање трансмисионог механизма. Велики број истраживања на ову тему, спроведених од стране ЕЦБ и националних средњишњих банака Еврозоне дошло је до следећих закључака: а) промене у инструментима монетарне политике имају привремени учинак на оутпут и дуготрајнији учинак на цене у еурозони, б) монетарна политика утиче на економију углавном кроз канал каматне стопе, ц) кредитна ограничења не играју кључну улогу на агрегатном нивоу и д) тешко је открити системске разлике међу земљама. Сви резултати су добијени на узорку који је укључивао само раздобље пре увођења евра.

Заправо, монетарна политика реалне учинке има само у кратком року, управо због ригидности у ценама и платама. Кључни канал кроз који монетарна политика утиче на економију је канал каматне стопе. Ригидност по питању плата и цена упућује да промене у номиналној каматној стопи утичу на реалне каматне стопе, на којој се и темеље одлуке о интертемпоралној потрошњи. Каматни канал је тако постао веома важан фактор у контексту финансијске кризе, која је узроковала многе поремећаје у функционисању тр- жишта новца како у САД тако и у еврозони. Резултат оваквог каматног канала је на тај начин поново стављен под знак питања, а разлог је лежао у видљивој разлици повећаног спреда између каматне стопе ЕЦБ и каматне стопе новчаног тржишта. Тако је финан- сијска криза проузроковала раст ЕУРИБОРА до неслућених размера, а способност сре- дишње банке остала под великим знаком питања, јер није могла ефикасно управљати стопама новчаног тржишта путем стандарних канала монетарне трансмисије. Како сре- дишње банке, тако и ЕЦБ, смањили су каматне стопе као одговор на финансијску кризу. Такође, ефикасност монетарне политике путем традиционалног каматног канала је увелико ослабљена, али се настојала надокнадити што ефикаснијом употребом операција ликвидности које су имале свој утицај на стопе на новчаном тржишту

Можемо закључити да је каматни канал монетарне трансмисије за време финансијске кризе изгубио на својој снази и да је из тог разлога била неопходна повећана улога нестандартних мера монетарне политике. Још за време трајања финансијске кризе могло се наслутити да каматни канал губи на снази, што се огледало кроз већи временски период деловања одређеног параметра. Треба напоменути да осим што би се ефекат могао уочити кроз већи временски период, такође би и интезитет утицаја био увелико смањен, те би се брже долазило до повратка на почетну тачку. Након спроведеног можемо констатовати да се хипотеза прихвата.

Спроведено истраживање путем VAR модела у којем су све варијабле ендogene, показало је како током кризног раздобља ЕОНИА делује на индустријску производњу и инфлацију, међутим уз смањен интезитет и већи временски период. Тачније, повезаност ЕОНИЕ и ЕУРИБОРА у односу на индустријску производњу и инфлацију није статистички значајна. Можемо закључити да је каматни канал након финансијске кризе изгубио на својој ефикасности приликом спровођења монетарне политике. Имајући то у виду, у раду је доказана Х1 хипотеза – ЕЦБ може да утиче на инфлацију и индустријску производњу у Еурозони путем каматног канала монетарне трансмисије, али је утицај на наведене варијабле ослабљен услед финансијске кризе. Водећи се доказима из овог изворног истраживања, изводимо закључак да прихватамо тачност друге хипотезе у овом истраживању. Оквир хипотеза који смо дефинисали у оквиру уводних разматрања почива на знатно ширем макрофинансијском контексту. Освртом на трећу хипотезу закључујемо да и поред ефикасности антикризних мера ЕЦБ за време кризе, централна монетарна политика и децентрализована фискална политика, “напумпавају” биланс централне банке, а све у окриљу нових регулатива банкарске супервизије и надзора који институционализује механизме поступања у случају криза. Из овога проистиче да немамо могућност да закључимо како се ради о чврстом концепту финансијске стабилности што је и кључни проблем и главна тема истраживања у овом раду.

Финансијску стабилност посматрамо не са аспекта моћи ЕЦБ да одговори изазовима алокације финансијских ресурса на нивоу евроинтеграције, већ као макроекономски и у дугом року стабилан економски концепт, који подразумева и одрживост саме интеграције у будућности. Коришћени VAR модел говори у одређеној мери, о ефикасности монетарне политике и најподеснији је за такве анализе или је макар најактуелнији. Но, у моменту кризе заједничке валуте, као и свих политичких превирања и горућих

питања око успостављања фискалне уније, моћ централне банке не носи са собом и безрезервно поверење у стабилан финансијски систем. Финансијску стабилност ЕУ посматрамо и доводимо у директну колизију само у условима хармоничне и партнерски настројене координације монетарне и фискалне политике, што је нужан предуслов за гаранцију одрживог и стабилног финансијског система. Међутим, да ли је финансијска стабилност сама себи довољан циљ? Да, ако под њом подразумевамо и потенцијалне позитивне ефекте у сфери реалне економије. У овом смислу говоримо о укупности економије ЕУ, а не и о снази појединачних економија држава чланица ЕУ.

Координација политике управљања дугом и монетарне политике, незаобилазна је тема и у развијеним земљама, па у том смеру иду и утврђени критеријуми из Мастрихта, који свакој земљи ЕУ одређују да свој буџетски дефицит ограничи на 3% БДП-а, укупни јавни дуг на 60% БДП-а, а инфлацију на најнижи могући ниво (око 2%). Ови проценти, при томе, нису случајно одабрани. Наиме, ако се крене од претпоставке да земље чланице ЕУ у просеку имају номиналну стопу раста БДП-а, од око 5%, што је резултат тропроцентног реалног раста и просечне инфлације од 2%, веза између 3 и 60% постаје много јаснија. Гледано математички 3% је тачно 5% од 60%, а економски гледано држави са номиналним растом БДП-а од 5% и буџетским мањком од 3% БДП-а, јавни дуг ће се у дугом року стабилизovati на нивоу од 60%.

Иако критеријуми нису случајно изабрани, ипак се за много земаља ЕУ доводе у питање. Најважнији разлог је да су ти критеријуми прилично рестриктивни и за чланице ЕУ, као и због тога што се земље разликују по економској структури и почетним условима, те оно што је за једну оптимално, не значи нужно да је и за другу. Финансијска глобализација је извршила снажан утицај на убрзано повећање обима кредита, много брже од раста БДП-а. Промена структуре кредита значила је јачање шпекулативне и супститутивне компоненте у односу на продуктивну компоненту. Финансијска глобализација је постала извор системског ризика. У том контексту нужност увођења система регулације има непобитан легитимитет. Питање регулације и усклађивања је значајно за ЕУ и поготово се односи на еврозону, а државе чланице које користе евро као заједничку валуту се озбиљно разликују у свим факторима развоја. То је суштински разлог кризе у еврозони и разлог свих будућих криза које су неминовне јер су у овај систем уграђене као супротности.

Највећи ризик односи се на непоштовање правила игре тј, критеријуме учешћа, као и економске скокове и политички несклад.⁷ Владе ЕУ користе додатна средства јавних финансија ради јачања степена подршке бирача, а терет тих операција се пребацује на заједничку валуту. Кључно питање је може ли монетарни систем функционисати успешно и контролисано (са јединственом валутом), ако не постоји јединствен и врло хармонизован фискални систем? Одговор на ово питање истражујемо у наредном поглављу, што ће уједно и бити процес доказивања треће хипотезе.

Оно што је као најновији податак овде нужно истаћи је да је ради повећања транспарентности, релевантности и репрезентативности каматних стопа које се користе као реперне (бенчмарк), приликом вредновања бројних финансијских инструмената, Међународна организација комисија за хартије од вредности – IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) 2013. године објавила Принципе финансијских бенчмарка, на основу којих су покренуте активности регулаторних тела широм света. Основни циљ ових активности јесте смањење могућности манипулације реперним стопама, с обзиром на бројне проблеме који су се у претходном периоду појавили у вези са формирањем стопа ЛИБОР. Будући да се ради о глобалном феномену, који има импликације на светска финансијска тржишта, пет највећих валутних области (САД, ЕУ, В. Британија, Швајцарска и Јапан), у претходном периоду радиле су на развијању нових преконоћних реперних стопа, на основу којих би се могле заменити ИБОР (ЕУРИБОР и ЛИБОР) стопе на њихове валуте. На тај начин ће постојећа преконоћна стопа ЕОНИА наставити да постоји под окриљем нове методологије, али ће бити директно везана за нову стопу €СТР, чиме ће бити омогућен наставак коришћења каматне стопе ЕОНИА у постојећим уговорима у одређеном временском периоду, како би се омогућила глатка транзиција са стопе ЕОНИА на стопу €СТР, односно како би се омогућило одговарајуће прилагођавање тржишта на нову стопу €СТР.

⁷ ЕУ у току 2018 и 2019. године, наилази на досад највећи институционални геп. (првенствено се односи на Европски парламент и Европску комисију).

II. БАНКАРСКА УНИЈА КАО ДРУГИ СТУБ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕУ

1. Институционални и функционални аспекти супервизије банака у ЕУ

1.1. 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.

Када се ради о структури контролних институција у савременом банкарству постоје два приступа: 1. *општи приступ*, који се одликује постојањем једне универзалне контролне институције надлежне за контролу и регулацију свих финансијских институција и њихових активности и 2. *функционални приступ* који подразумева формирање већег броја контролних органа који контролишу поједине врсте финансијских институција као и њихове активности.

Имајући у виду претходно наглашене приступе у регулацији и контроли, разликујемо следеће врсте регулације и контроле: 1. институционална регулација (вертикални модел), 2. функционална регулација (хоризонтални модел) и 3. регулација према циљевима.

Институционалну регулацију карактерише формирање засебних регулаторних тела за сваку врсту финансијске институције. У овом систему регулацију и контролу врши више регулаторних тела: за банке, осигуравајуће компаније, за трговину хартијама од вредности, за институционалне инвеститоре, за дилере и брокере итд. При томе, формирано регулаторно тело контролише све активности које обавља одређена група финансијских институција. У случају банке, то би значило контролу свих активности које банка обавља, а не само банкарских. Слично томе, регулаторни орган за осигуравајуће организације контроше не само услуге осигурања, већ све послове које осигуравајуће компаније пружају.

Функционалну регулацију одликује формирање регулаторних тела према тзв. „линији услуга“. То значи да ће једно тело регулисати све банкарске активности, без обзира да ли их обављају банке или осигуравајуће компаније. С друге стране, све осигуравајуће активности, без обзира ко их обавља, биће у надлежности посебног регулаторног тела. Најзад, све активности на тржишту хартија од вредности биће у надлежности посебног регулаторног тела без обзира на то ко обавља те активности.

Регулација према циљевима подразумева формирање регулаторних тела која ће контролисати остваривање унапред постављених циљева регулације. Како се као најчешћи циљеви регулације у тржишним привредама појављују: 1. елиминисање системског ризика и 2. очување бонитета финансијских институција, то овај вид регулације и контроле подразумева формирање засебних органа за ове циљеве. За реализацију првог циља надлежан је макропруденцијални регулатор, док је за реализацију другог циља надлежан микропруденцијални регулатор. Поред ових циљева, као све чешћи експлицитни циљ регулације појављује се заштита корисника финансијских услуга, те се за потребе праћења реализације овог циља формира посебан орган.

Овде је потребно имати у виду да је централна банка институција надлежна за утврђивање и спровођење монетарне политике. У појединим случајевима она је услед

своје компетентности надлежна и за послове регулације и контроле. У наредној табели дат је приказ изабраних земаља у којима код неких постоји преклапање надлежности централне банке и супервизора, док код других то није случај.

Табела 8. Преклапање одговорности централних банака и надзорних органа у изабрним земљама

Преклапање одговорности	Подељена одговорност	Поједини подељени задаци
Грчка, Ирска, Италија, Луксембург, Холандија, Португалија, Шпанија	Аустрија, Белгија, Финска, Енглеска	САД, Француска, Немачка

Извор: прилагођено према Scherf, 2012, стр. 223.

Након глобалне финансијске кризе, Енглеска централна банка преузела је одговорност у надзору над финансијским институцијама. Реформом је у готово свим системима успостављен систем институционалне регулације, уз поједине изузетке у којима је успостављена општа регулација и формиран интегрисани мега-регулатор за све финансијске институције (Финска, Аустрија, Белгија, Луксембург, Немачка).

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 аналогiji, 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 усклађење није 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 (Суосо, 2015).

Крајем 2010. године формиран је Европски одбор за системски ризик (ЕСРБ), као оквир који ће ојачати супервизијску структуру на микро-пруденцијом, али по први пут и на макро-пруденцијом нивоу. Главни задатак овог тела је макро-пруденциона 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 макропруденцијом 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).

1.2. 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 (CCM), Јединственом санацијском механизму (CPM) 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, 20186).

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 навалe клијената у банке и ширење проблема,⁸ 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 вађене су из муља дуговања новцем пореских

⁸ "Bank run".

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.)

1.3. Јачање капацитета 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 супервизију 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 придонио 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, Василјевић, 2019).

За успешно спровођење и реализацију задатака нужна је сарадња са осталим финансијским институцијама. За успостављање 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 ЕБА, 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).

2. Институционална решења за осигурање депозита у Европској унији

Када говоримо о осигурању депозита оно се у банкарској унији спроводи искључиво на националном нивоу и постоји у свим државама чланицама. Систем осигурања новчаних депозита је мера од изузетне важности за одржавање стабилности банкарског система државе, а уједно и читаве финансијске стабилности, уведена са намером да спречи панику депонената и повлачење депозита из банака. Основни задатак осигурања депозита је заштита банкарског система и његове стабилности, нарочито у време кризе, а како су банке од велике важности и најчешће представљају водеће финансијске институције, утицај осигурања депозита оријентисан је и на заштиту финансијске стабилности. Постоје ставови да осигурање депозита подстиче домаћу штедњу и ниже каматне стопе на које депоненти пристају због смањеног ризика, што резултира повећањем инвестиција, а и привредног раста. Наиме, психолошки учинци система осигурања депозита омогућавају кредитним институцијама лакше прикупљање слободних финансијских средстава, а тиме се повећава укупни обим депозита у финансијском систему. Систем осигурања депозита тесно је повезан са моралним хазардом, који се јавља на страни депонената и на страни банака. Он настаје кад депоненти изгубе интерес да врше надзор пословања банака, односно да прате амплитуде њеног пословања.

За време оснивања система за осигурање новчаних депозита било је важно донети одлуку да ли ће он бити експлицитни или имплицитни, а разлика се огледа у законски утврђеној регулативи. Експлицитни систем прописан је законом и као такав, без обзира на власничку структуру институције осигурања депозита (државна или јавна институција), држава законом гарантује исплату депозита уколико банка пропадне. За разлику од експлицитног система осигурања депозита, имплицитни систем није одређен законом, што подразумева да за државу или било коју њену институцију не постоји законска обавеза у погледу надокнаде депозита у банкама, већ је то дискреционо право државе. Државе ЕУ имају експлицитни систем осигурања депозита који се углавном повезује са вишим степеном развоја државе (Тошић, 2019).

Било да се ради о експлицитном или имплицитном систему, крајњи резултат је исти и огледа се у јачању поверења, заштити депонената и унапређењу банкарског система. Осврнемо ли се на финансирање система осигурања депозита, можемо разликовати *ex ante* и *ex post* системе. У *Ex ante* системима чланице унапред и у редовним раздобљима уплаћују средства у фонд, док се код *ex post* система средства уплаћују тек по наступању обавеза плаћања. Осим наведених, постоје још и прилагођени *ex post* системи, у којем трошак исплате настаје у тренутку наступања обавезе плаћања, као и мешовити, који користи обележја *ex ante* система са редовним уплатама премија, али уз сразмерно ниске *ex ante* премије. Могуће је и комбиновање функције оба наведена система, јер се део средстава прикупља унапред уплатама премија, а други део се прикупља накнадно, од стране кредитних институција инволвираних у систем осигурања депозита (Lazarov, 2017, str. 1749-1780)

Креирање шеме осигурања депозита имало је за циљ успостављање финансијске стабилности и повећање поверења депонената у сигурност њихових депозита. Приликом повлачења свог новца депоненти се додатно дестимулишу услед забринутости за солвентност банке, што осигурању депозита пружа помоћ да смањи ризик од ликвидности, али и могућност од избијања финансијске кризе. Систем осигурања депозита се, такође, може сматрати средством које утиче на јачу конкурентност мањих банака, поспешивање раста путем подстицања на штедњу, а на тај начин долази до смањења трошкова који иначе носе порески обвезници или депоненти приликом несолвентности или ликвидности. Велики број земаља код којих је присутан експлицитни систем осигурања депозита свој нагли пораст је доживео у последњих неколико деценија и то двадесет земаља у осамдесетим и осамдесет и седам земаља до краја 2003. године. Наведени разлог је још пре избијања глобалне финансијске кризе 2008. године истицао осигурање депозита као најважнији инструмент финансијске сигурносне мреже. Након кризе, овај тренд је додатно ојачан и документован чињеницом да је од 189 земаља, обухваћених ажурираним подацима о осигурању депозита из 2013. године, чак 59% односно 112 земаља, имало експлицитно осигурање депозита до краја 2013. године. Експлицитне шеме осигурања депозита су знак да ће осигурање депозита са собом донети бенефите у циљу заштите депонената, као и финансијску стабилност. Међутим, овакве шеме осигурања депозита могу имати и нежељене последице, које се огледају у променама подстицаја за преузимање ризика од стране банака, популарно названим морални хазард, али и смањења ефективног надзора од стране депонената, тзв. тржишне дисциплине.

Заиста, теорија предвиђа да се приликом осигурања депозита већи подстицај даје банкарима за повећањем вредности осигурања депозита путем повећања ризика. Са друге стране, када је реч о депонентима, постоје мањи подстицаји у потрази за најбољом банком којој ће поверити своју штедњу или затражити веће каматне стопе у замену за већи ризик. Чак и прва појава сумњичавости у кредибилитет осигурања, како истиче економска литература, доводи до закључка да се ризик банака заправо рефлектује у њиховим каматним стопама. Анализирајући ефекте владиних гаранција финансијске стабилности, неколицина економиста долази до различитих закључака, истакавши како гаранције утичу на благостање, с обзиром на утицај који имају на банке по питању побољшања своје ликвидности. И мада све шеме осигурања депозита имају за циљ заштиту поверења депонената и финансијске стабилности, њихове најважније карактеристике се разликују од земље до земље. Ове разлике се, између осталог, могу односити на ниво покривености, извор финансирања осигурања депозита, институционалне аранжмане, покриће девизних депозита и међубанкарских депозита, или и присутност механизма суосигурања (при чему су штедише осигуране само до одређеног нивоа депонованих средстава, па су на тај начин делимично изложени могућем губитку), иако могу имати негативне индиректне ефекте на одлуке банака о преузимању ризика (Schoenmaker, D. 2018., str. 314–320).

Негативни аспекти система осигурања депозита, међутим, могу се и ублажити, снажним оквиром банкарске супервизије, која има корективну улогу у подстицајима за преузимање ризика. Осигурање депозита утиче на смањење тржишне дисциплине, што самим тим узрокује и ниже каматне стопе.

Што се тиче модела осигурања депозита, суосигурање, као појам у којем учествује више осигуравача, осим што представља добитак за штедише, појачава тржишну дисциплину и повећава каматне стопе на депозите. Са друге стране, већа експлицитна покривеност смањује тржишну дисциплину, а самим тим снижава и каматне стопе на депозите. Када говоримо о временској одредници финансирања Фонда за осигурање депозита, истичемо да постоје експлицитни докази како се ех-анте финансирањем највише угрожава тржишна дисциплина, на супрот ех-пост, или нефондовском механизму финансирања, који може биит позван на плаћање. Фонд за осигурање депозита може финансирати из својих средстава искључиво посредством банака и влада. Такође, извор финансирања утиче на тржишну дисциплину и каматне стопе на начин да

ако је влада више укључена, то ће и каматне стопе бити ниже, а самим тим и боља тржишна дисциплина.(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, i EU, Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee scheme, према Тошић, 2019.)

Важно је истаћи да депозити других банака и финансијских институција нису предмет осигурања, из чега проистиче закључак да комбинација горње границе покрића и искључења депозита од одређених врста инвеститора има за циљ ограничење заштите осигурања депозита, само на поједине депозите.

У контексту хармонизације прописа, Европска централна банка заступа мишљење да је за јединствени систем заштите депозита нужан трећи стуб банкарске уније, те да потребан због даљег унапређења заштите депонената и подршке финансијској стабилности, чиме доприноси јачању Економске и монетарне уније. ЕЦБ истиче важност повећања заједничког система осигурања депозита, да би се на крају остварио јединствени систем осигурања, који ограничава везу између банке и њене државе. Циљ је заправо у прикупљању што више финансијских средстава пре започињања фазе потпуног осигурања. Функционалан рад банкарске уније, поред успостављања Европског система осигурања депозита (ЕДИС), иницира и предузимање низа мера са циљем смањења ризика у банкарском сектору, као и уједначавање услова пословања. ЕЦБ истиче важност потпуне и правовремене реализације адекватне директиве Европског парламента и Већа, као предуслова за рад ЕДИС, и подржава све мере за смањење и отклањање ризика. Циљ је да се уз помоћ свих предузетих мера оствари напредак и то како радом ЕДИС, тако и промоцијом финансијске интеграције. Задатак система осигурања депозита је заштитити депонената од инсолвентности кредитне институције, а у исто време има за циљ осигурање највишег могућег нивоа заштите депонената у државама чланицама банкарске уније. Све кредитне институције, које имају приступ средствима ЕДИС, морају бити регулисане и надзиране од стране Парламента и Већа. Област примене ЕДИС треба да буде у складу са подручјем примене ССМ при чему банке, учеснице, треба да плате накнаде које су утемељене на ризику. Сматра се да ће само свеобухватан, јединствени режим заштите депозита, постићи једнак ниво

поверења депонената у банкарској унији, и на тај начин спречити поделе тржишта и поремећаје у тржишним надметањима.

Изостанак заједничког система осигурања депозита за банкарску унију доказ је превелике осетљивости на финансијске шокове, који би могли да угрозе националне системе осигурања депозита, јер услед превелике разлике може доћи до расцепканости тржишта, што би се негативно одразило на способност и спремност банака за проширење своје делатности и изван граница. Евидентно је да би се европским системом осигурања депозита, као трећим могућим стубом банкарске уније, могла повећати резистенција на шокове, јер он може да допринесе враћању поверења депонената широм банкарске уније, спречи одлив депозита и капитала, што би, у сваком случају, утицало на финансијску стабилност. ЕДИС би подстицао поверење депонената и једнака правила, те радио на јачању сарадње међу националним системима осигурања депозита, чиме би спречио пропадање банака изван граница. ЕДИС би се требао спроводити кроз три узастопне фазе између 2017. и 2024. године. Прва фаза, фаза реосигурања, трајаће до 2020. године и за то време је предвиђено прикупљање што више ликвидних средстава, као помоћи националним системима осигурања. Друга фаза, фаза суосигурања, трајаће четири године, до 2024. године, у којој би се постепено повећавала стопа обједињавања, све до успостављања система потпуног осигурања. Трећа фаза, фаза пуног осигурања, требала би започети 2024. године, када би ЕДИС дефинитивно преузео улогу трећег стуба банкарске уније, и на тај начин омогућио потпуно функционисање система. Фонд за осигурање депозита требало би да износи 0,8% покривених депозита свих банака у банкарској унији до 2024. године, када би требало достићи чак 43 милијарде евра, док би са порастом банкарског сектора требало да порасте и величина фонда.

3. Регулаторни оквири за реструктурирање банака

Финансијска криза је доказала да на нивоу Уније постоји значајан недостатак адекватних инструмената, који успешно могу решити проблем нездравих или пропадајућих кредитних институција и инвестицијских друштава. Такви инструменти нарочито су потребни како би се спречила инсолвентност, или, уколико она ипак наступи, да би се смањиле негативне последице које ће очувати функције предметне институције неопходне за функционисање система. Током кризе ови изазови су били битан чинилац који је приморао државе чланице на спашавање институција новцем

пореских обвезника. Циљ веродостојног оквира за опоравак и санацију је да у највећој могућој мери избегне потребу за таквим деловањем.

Финансијска криза, системских димензија, имала је утицај на приступ финансирању великог дела кредитних институција. Да би се избегла пропаст, укључујући и последице за укупну привреду, на такву кризу треба одговорити мерама чији је циљ осигурање приступа финансирању под једнаким условима за све кредитне и солвентне институције.⁹ Ове мере укључивале су подршку средишњих банака за ликвидност и гаранције јамства држава чланица за вредносне папире издате од стране солвентних институција.

Финансијска тржишта Уније у знатној су мери интегрисана и међусобно повезана, при чему многе институције интензивно послују изван националних граница. Евидентно је да ће пропаст прекограничне институције утицати на стабилност финансијских тржишта у различитим државама чланицама у којима она послује. Немогућност држава чланица да преузму кормило над пропадајућом институцијом и спрече ширење штете у систему, може довести у питање међусобно поверење држава чланица и веродостојност унутрашњег тржишта у подручју финансијских услуга. Из тог разлога, стабилност финансијских тржишта је темељ за успостављање и функционисање унутрашњег тржишта.

У овом тренутку не постоје усклађени поступци санације институција на нивоу Уније. У појединим државама чланицама на институције се примењују исти поступци као и за остала инсолвентна предузећа, који су у појединим случајевима адаптивни за институције. Постоје битне, садржајне разлике међу законима и другим прописима којима се уређује инсолвентност институција у државама чланицама. Поред тога, финансијска криза је показала да редовни поступци у случају инсолвентности за пословне субјекте нису увек одговарајући и за институције, јер не могу увек да осигурају довољно брзу интервенцију, наставак кључних функција институција и очување финансијске стабилности.

Зато је потребан систем који ће телима пружити веродостојан скуп инструмената како би довољно рано и брзо интервенисали у нездравој или пропадајућој институцији, осигурали наставак кључних финансијских и економских функција институције, уз истовремено ограничавање утицаја пропасти институције на привредни и финансијски систем на најмању могућу меру. Систем би требало да осигура да губитке најпре снесе

⁹ У тексту даље, преузето и уподобљено према Директиви 2014/59, Европског парламента.

акционари, а затим повериоци, под условом да ниједан поверилац не претрпи веће губитке од оних који би настали да је институција ликвидирана у редовном поступку у случају инсолвентности. Наведена ситуација у складу је са начелом према којем ниједан поверилац не сме бити доведен у неповољнији положај. Нове власти требале би омогућити телима неометани приступ депозитима и платним трансакцијама, продају одрживих удела институције, као и расподелу губитака на праведан и предвидљив начин. Ови циљеви требало би да допринесу спречавању дестабилизације финансијских тржишта и смањивању трошкова за пореске обвезнике.

Преиспитивање регулаторног оквира које је у току, а нарочито јачање заштитних слојева капитала и ликвидности, као и бољи инструменти за макробонитетне стратегије, требало би да смање могућност настанка будућих криза и повећају резистенцију институција на привредни стрес, било да је он узрокован системским поремећајима, било догађајима специфичним за појединачну институцију. Међутим, регулаторни и надзорни оквир, којим се може спречити да те институције икад западну у потешкоће није могуће изградити. Зато би државе чланице требале унапред бити спремне и располагати одговарајућим инструментима опоравка и санације при решавању ситуација које обухватају, како системске кризе, тако и крах појединих институција. Ови инструменти требало би да буду инкорпорирани са механизмима, који телима омогућавају успешно решавање проблема институција које пропадају или им прети колапс (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0059>).

Приликом извршавања и предузимања мера, такође би се требале узети у обзир околности у којима долази до пропасти. Уколико ли проблем настане у појединачној институцији, а остатак финансијског система није захваћен, тела би требало да извршавају своје санацијске обавезе без посебне бриге о учинцима ширења. У осетљивом окружењу би, међутим, већу пажњу требало придати избегавању дестабилизације финансијских тржишта.

Санација институције, којом се обезбеђује континуитет и трајање пословања може, као крајњу меру, укључивати државне инструменте финансијске стабилизације, укључујући привремено јавно власништво. Зато је кључно структурирати санацијске аранжмане финансирања за санацију, на начин да порески обвезници буду корисници сваког вишка који би могао настати као последица реструктурирања институције којој тела омогућавају сигуран темељ, док би одговорност и преузимање ризика требало наградити.

Поједине државе чланице већ су донеле законодавне измене којима се уводе механизми санације пропадајућих институција, док су друге исказале своју намеру увођења таквих механизма само ако се не усвоје на нивоу Уније. Непостојање заједничких услова, овлашћења и поступака санације институција може лако представљати препреку безбедном функционисању унутрашњег тржишта и кочити сарадњу између националних тела при решавању проблема пропадајућих прекограничних група институција. Ово се посебно односи на ситуацију у којој различити приступи воде ка томе да национална тела немају исти ниво контроле или једнаку способност санације институција. Разлике између система за санацију могу различито утицати на трошкове финансирања институција у државама чланицама и потенцијално изазвати поремећаје у тржишним такмичењима између институција. Делотворни системи за санацију у свим државама чланицама су нужни фактор, јер служе осигурању институција, те оне, у остваривању пословног права, не могу бити ограничене финансијском способношћу државе чланице из које потичу, да управља њиховом пропашћу (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0059>).

Овакве препреке би се требале уклонити и донети правила која не би довела у питање одредбе унутрашњег тржишта. У циљу осигурања усклађености са постојећим законодавством Уније у подручју финансијских услуга и највећег могућег нивоа финансијске стабилности у разним институцијама, систем за санацију требало би да се примењује на институције које подлежу бонитетним захтевима утврђеним у Уредби (ЕУ) бр. 575/2013 Европског парламента и Већа и Директиви 2013/36/ЕУ Европског парламента и Већа.

Овај систем требало би да се примењује и на финансијске холдинге, мешовите финансијске холдинге предвиђене Директивом 2002/87/ЕЗ Европског парламента и Већа, мешовите холдинге и финансијске институције друштва, мешовите финансијске холдинге или мешовите холдинге, кћери институције или финансијског холдинга, при чему су обухваћени надзором матичног друштва на консолидованој основи.

Криза је показала да инсолвентност субјекта повезаног са групом, може врло брзо да утиче на солвентност целе групе и на тај начин чак изазове властите системске последице. Из тог разлога, у погледу тих субјеката, тела би требало да располажу корисним

средствима деловања, како би се спречило ширење и осигурао усклађен санацијски програм за целу групу. Ово из разлога што би инсолвентност једног субјекта повезаног са групом, врло брзо могла утицати на солвентност читаве групе.

За осигурање доследности у регулаторном оквиру, средишње друге уговорне стране, како је дефинисано у Уредби (ЕУ) бр. 648/2012 Европског парламента и Већа, средишњи депозиторији вредносних папира, како је дефинисано будућом уредбом Европског парламента и Већа о унапређењу система за намирење у Европској унији и о средишњим депозиторијима вредносних папира, могли би бити обухваћени посебном законском иницијативом, којом се успоставља оквир за опоравак и санацију тих субјеката.

Употребом инструмената санације и санацијских овлашћења предвиђених овом Директивом, може се изазвати нарушавање права акционара и поверилаца. Овлашћење тела, да без сагласности деничара пренесу деонице или целокупну имовину институције или један њен део приватном купцу, посебно утиче на власничка права деничара. Одлука о обавезама које се преносе из пропадајуће институције, а на темељу циљева којима се жели постићи сигурност у наставку пословања и избећи штетни утицаји на финансијску стабилност, може изазвати неједнакост поступања према повериоцима.

У складу са тим, мере санације требале би да се предузимају искључиво у случајевима нужности, која је у јавном интересу, па би свако мешање у права деоничара и поверилаца, које проистиче из мера санације, требало бити усклађено са Повељом Европске уније о темељним правима (Повеља). Изузетно, када се према повериоцима исте категорије поступа другачије, у контексту мера санације, разлике од јавног интереса требале би бити пропорционалне ризицима који се уз помоћ њих решавају, те спречавале дискриминацију на темељу државне припадности.

Након пропасти одређене институције, видљиве последице утицале би и на финансијски систем и уопште привреду државе чланице, али и довеле до потребе да се за решавање кризе користе јавна средства, министарства финансија или друга надлежна министарства у државама чланицама.

Одлуке које се доносе приликом санације институција или група које послују у целој Унији, требало би такође да имају за циљ очување финансијске стабилности и минимизацију привредних и социјалних учинака у државама чланицама (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0059>).

Како су се одговорности и задаци ЕБА-е утврђених овом Директивом проширили, Европски парламент, Веће и Комисија требало би да осигурају да се без одлагања ставе на располагање и финансијска средства. У ту сврху, приликом поступка доношења, извршења и контроле њеног прорачуна, како је наведено у члановима 63. и 64. Уредбе (ЕУ) бр. 1093/2010, требало би узети у обзир ове задатке. Европски парламент и Веће, у сваком случају, имају задатак да осигурају постизање најбољих стандарда учинковитости.

Од изузетног је значаја да институције припреме и редовно ажурирају планове опоравка, којима се предвиђају мере које те институције треба да предузму, како би обновиле свој финансијски положај након значајног погоршања.

3.1. Планови опоравка институција са угрженом солвентношћу

Планови треба да буду детаљни и постављени на реалним претпоставкама, примењивим за низ опсежних и тешких сценарија. Ипак, захтев за припрему плана опоравка требало би да се сразмерно примењује, одражавајући при томе системску важност институције или групе и њену међусобну повезаност, укључујући систем узајамних јамстава. У складу са тим, прописани садржај би требало да обухвати природу извора финансирања институције, подразумевајући при томе узајамна гаранције о финансирању и степен подршке која се очекује од групе. Од стране институција би требало захтевати да своје планове поднесу надлежним телима, зарад свеобухватне и детаљне процене, која ће обухватити и питање компетентности планова и обнављање солвентности институције, чак и у раздобљима великих финансијских потешкоћа.

У планове опоравка требале би се укључити и мере које би управа институције могла предузети када се испуне услови за рану интервенцију.

Приликом утврђивања мера односно разумног временског рока у циљу спречавања пропаста институције, релевантно тело требало би узети у обзир учинак мера ране

интервенције предузетих у временском оквиру, унапред дефинисаном од стране надлежног тела. Код планова опоравка групе, при састављању планова требало би узети у обзир могући утицај мера опоравка на све државе чланице у којима група послује.

У случају да институција не представи примерен план опоравка, надлежна тела би требало овластити да захтевају предузимање потребних мера од стране одређене институције, чиме би се исправили важни недостаци плана. Овакав захтев може утицати на слободу предузетништва, осигурану чланом 16. Повеље. Ипак, ограничење таквог темељног права је неопходно да би се остварили циљеви финансијске стабилности. Конкретно, ова врста ограничења је неопходна да би се ојачало пословање институција и спречио њихов прекомеран раст или преузимање прекомерног ризика. Ово ограничење допушта потребне превентивне мере, како би се одговорило на недостатке, те је стога у складу са чланом 52. Повеље.

Кључни сегмент делотворне санације је њено планирање. Тела би требало да имају све релевантне информације, како би могла да идентификују и осигурају наставак кључних функција. Међутим, садржај плана санације требало би бити у сразмери са системском важношћу институције или групе.

С обзиром на то да институција располаже повлашћеним знањем о сопственом начину функционисања, као и потенцијалним проблемима који из њега произилазе, планове санације би требало да састављају санацијска тела, на темељу информација које пружају институције.

Да би се испоштовало начело пропорционалности и избегло прекомерно административно оптерећење, надлежним и санацијским телима би требало допустити да, у ограниченим случајевима, наведеним у Директиви, одобре изузеће од захтева који се односе на припрему планова опоравка и санације. Овакви случајеви односе се на институције повезане са средишњим телом и потпуно или делимично су изузете од примене бонитетних захтева у националном праву, у складу са чланом 21. Директиве 2013/36/ЕУ и чланом 113. ставом 7. Уредбе (ЕУ) бр. 575/2013. У сваком појединачном случају одобрење изузећа требало би бити подложно условима одређеним овом Директивом.

Узимајући у обзир структуру капитала институција које су повезане са средишњим телом, институције не би требале бити у обавези да појединачно израђују посебне планове опоравка или санације и то искључиво на темељу чињенице да је средишње тело са којим су повезане, под директном ингеренцијом Европске средишње банке.

На темељу процене релевантних санацијских тела о могућности санације, санацијска тела би требало да имају овлашћење да захтевају измену структуре и организације институција или група (директно или индиректно), путем надлежног тела, како би се предузеле потребне мере за смањење или уклањање битних препрека за примену ин-струмената санације и осигура санација дотичних субјеката. Услед могуће системске на-рави свих институција и одржавања финансијске стабилности, веома је важно да се те-лима осигура санација било које институције. Осигурање поштовања и права на слободу предузетништва утврђених у члану 16. Повеље, упућују на слободу одлучивања, те би тела требало ограничити искључиво на неопходне мере, како би се поједноставила структура и пословање институције у циљу побољшања перформанси за реализацију њене санације.

Поред тога, све мере уведене са тим циљем, требало би ускладити са правом Уније. Мере не би смеле доводити до директне или индиректне дискриминације на темељу др-жавне припадности и требале би бити оправдане превладавајућим разлогом јавног ин-тереса за осигурањем финансијске стабилности. Деловање не би смело прелазити праг који је нужен за постизање циљева. При одређивању мера које је неопходно спровести, санацијска би тела требала узети у обзир упозорења и препоруке Европског одбора за системске ризике основаног Уредбом (ЕУ) бр. 1092/2010 Европског парламента и Већа.

Предложене мере за решавање или елиминисање препрека могућности санације ин-ституције или групе, ни у ком случају не би смеле спречавати институције у остварењу пословног права који им је осигуран Уговором о функционисању Еуропске уније (УФЕУ).

Предвиђањем планова опоравка и санације не би требало да има приступ ванредним јавним финансијским потпорама или да изложи пореске обвезнике ризику од губитка. Начин поступања према групама, у оквиру планирања опоравка и санације предвиђен овом Директивом, требало би се да се примењује на све групе институција које се надзиру на консолидованој основи, па и групе чија су предузећа повезана корелацијом, у смислу члана 22. става 7. Директиве 2013/34/ЕУ Европског парламента и Већа. Планови опоравка и санације требало би такође да узму у обзир финансијску, техничку и пословну структуру релевантне групе. Уколико се припремају појединачни планови опоравка и санације за

институције које су део групе, релевантна тела би, колико је то у њиховој моћи, претендовала постизању усклађености са плановима опоравка и санације за остатак групе.

Опште правило би подразумевало да се планови опоравка и санације групе припремају за групу у целости и на тај начин идентификују мере у вези са матичном институцијом, као и свим појединачним друштвима кћерима који су део групе. Сврха релевантних тела унутар санацијског колегијума, је постизање заједничке одлуке о процени и усвајању поменутих планова. У неким случајевима, где је план опоравка или санације појединачни, подручје примене плана опоравка групе не би требало да обухвати оне субјекте групе за које су засебне планове оценила или припремила релевантна тела.

У планове опоравка и санације неопходно је укључити и поступке за информисање представника запослених, као и саветовања кроз читаво трајање поступка опоравка и санације. У том контексту, од велике је важности поштовати колективне споразуме или друге аранжмане, које обезбеђују социјални партнери, национално право и право Уније, о укључивању синдиката и представника запослених у поступке реструктурирања друштва.

Циљ оквира за санацију је правовремено покретање санације, пре него што финансијска институција постане инсолвентна и пре него што сав власнички капитал нестане. Санацију би требало покренути у ситуацији када надлежно тело, након саветовања са санационим телом, закључи да институцији прети пропаст, али и да би алтернативне мере, наведене у Директиви, ту пропаст спречиле у разумном временском року. У посебним случајевима државе чланице могу предвидети да, уз надлежно тело, закључак о пропадању или вероватној пропасти институције, може донети и санацијско тело, након консултација са надлежним телом.

Чињеница да поједине институције не испуњавају захтеве за издавање одобрења за рад није довољна да би оправдала покретање санације, нарочито ако је институција још увек солвентна. Да институција пропада или да јој прети пропадање може се уочити на неколико начина. Уколико крши или ће у скорој будућности вероватно прекршити захтеве за наставак одобрења, када је имовина институције мања, или ће у скорој будућности вероватно бити мања, од њених обавеза, када институција није, или у скорој будућности вероватно неће бити, способна да плати своје дугове по доспећу или када институција захтева изванредну јавну финансијску помоћ, изузев у посебним околностима утврђеним овом Директивом. Потреба за хитном ликвидносном помоћи од стране средишње банке

не би се требала, сама по себи, сматрати околношћу која довољно јасно наводи на то да институција није способна да плати своје обавезе по доспећу, или да то неће бити у блиској будућности.

Када институција пропада или јој прети суноврат, национална санациона тела би требало да располажу минималним, усклађеним пакетом инструмената санације и санационих овлашћења. Спровођење ових овлашћења требало би да буде у спрези са заједничким условима, циљевима и општим начелима. У моменту одлуке санационог тела да спроведе санацију институције, редовни поступак у случају инсолвентности би требало да буде искључен, изузев у случајевима када га је потребно комбиновати са употребом инструмената санације, а на иницијативу санационог тела. Фокус држава чланица је додела овлашћења и инструмената санационим телима, а на темељу ове Директиве. Коришћење додатних инструмената и овлашћења би, међутим, требало бити у координацији са начелима и циљевима санације, на начин како су утврђени у овој Директиви. Коришћење таквих инструмената или овлашћења нарочито не би смело да нарушава делотворну санацију прекограничних група.

За избегавање моралног хазарда свака пропадајућа институција требало би да има могућност изласка са тржишта, без обзира на њену величину и повезаност са осталим институцијама, а да при томе не изазове системски поремећај. Пропадајућу институцију би, у начелу, требало ликвидирати у редовном поступку у случају инсолвентности. Али, ликвидацијом у редовном поступку у случају инсолвентности може се пореметити финансијска стабилност, прекинути пружање кључних функција и утицати на заштиту депонената. У таквом случају врло је вероватно исказивање јавног интереса за спровођење санације институције и примена инструмената санације, уместо прибегавања редовном поступку у случају инсолвентности. Зато би циљеви санације били у функцији осигурања наставка обављања кључних функција, избегавања штетних учинака на финансијску стабилност, заштите јавних средстава минимизирањем ослањања на изванредне јавне финансијске подршке пропадајућим институцијама, као и заштита осигураних депонената, улагатеља, средстава и имовине клијената.

Пре примене инструмената санације увек би требало размотрити могућност ликвидације пропадајуће институције у редовном поступку у случају инсолвентности. Дуготрајност пословања пропадајуће институције применом инструмената санације требало би, колико је то могуће, осигурати приватним средствима. Ово се може постићи

на више начина, на пример продајом приватном купцу или спајањем са њим, након отписа обавеза институције или након конверзије дуга у власнички капитал са циљем докапитализације.

Приликом примене санационих инструмената и извршавања санационих обавеза, санациона тела требало би да предузму све адекватне мере, како би осигурала да се мере санације предузимају у складу са начелима према којима деоничари и повериоци сnose одговарајући део губитака. У ситуацијама где се према повериоцима исте категорије поступа различито у контексту мера санације, такве разлике требале би бити оправдане јавним интересом, те не би требале доводити до директне, односно индиректне дискриминације на темељу државне припадности. Када коришћење инструмената санације подразумева подршку од стране државе, интервенције би се требале проценити у складу са релевантним одредбама о државној подршци. Државном подршком може се сматрати, *inter alia*, када санациони фондови или фондови осигурања депозита наступају као помоћ санацији пропадајућих институција. Приликом примене инструмената санације и извршавања санационих обавеза, санациона тела би, према потреби, требало да обавештавају представнике запослених и међусобно се консултују. У том погледу у потпуности је неопходно узети у обзир колективне споразуме или друге аранжмане, које осигуравају социјални партнери.

Да би се одржало поверење у тржиште и умањио ризик од ширења, потребне су ефектне и правовремене мере. Након процене да установа или институција пропада или да јој прети пропаст, као и да не постоји разумна могућност да би пропаст институције могле да спрече алтернативне мере приватног сектора, санациона тела не би требало да одлажу предузимање одговарајућих и усклађених мера санације, које су од јавног интереса.

Околности у којима може да настане пропаст институције, посебно узимајући у обзир хитну ситуацију, требало би да омогуће санационим телима предузимање мера санације, без постојања обавезе да се најпре користе овлашћења ране интервенције.

Приликом предузимања санационих мера, санациона тела би требала узети у обзир и мере предвиђене плановима санације, и следити их осим уколико процене, да ће се циљеви санације постићи предузимањем мера које нису предвиђене плановима санације.

Уколико је то другачије изричито предвиђено Директивом, инструменти санације требало би се да се примене пре сваке докапитализације, и то средствима из јавног сектора или еквивалентних изванредних јавних финансијских потпора.

3.2. Финансирање опоравка институција са угроженом солвентношћу: *bail-out* версус *bail-in*

Трошкови санације пропадајуће институције, које сnose порески обвезници, би се применом система санације требало свести на најмању могућу меру. На тај начин би се осигурало да се системске институције санирају без угрожавања финансијске стабилности. Ово се постиже *bail-in* инструментом, тако што се њиме осигурава да деоничари и повериоци пропадајуће институције сnose одговарајуће губитке и преузму одговарајући део трошкова који произилазе из пропасти институције. Из тог разлога се *bail-in* инструментом деоничарима и повериоцима институција даје снажнији мотив за праћење здравља институције током нормалних околности и удовољава препоруци Одбора за финансијску стабилност да се законска овлашћења за отписивање дуга и конверзију, уврсте у оквир за санацију, као допунска могућност, заједно са осталим инструментима санације.

Како би се санационим телима обезбедила неопходна флексибилност да у различитим околностима губитке доделе повериоцима, та тела могу применити *bail-in* инструмент. Овај инструмент је користан како у ситуацији у којој је циљ санирање пропадајуће институције и осигурање трајности пословања, тако и у ситуацији у којој се услуге, важне за систем, трансферишу на прелазну институцију, док се остатак не ликвидира.

Уколико се *bail-in* инструмент примењује у циљу обнављања капитала пропадајуће институције, да би се омогућило да послује као институција са трајним пословањем, *bail-in* би требало да буде пропраћен заменом управе, изузев када је задржавање управе нужно за постизање циљева санације, и накнадним реструктурирањем институције, на начин којим би се елиминисали разлози њене пропасти.

Примена *bail-in* инструмента није прикладна на потраживања, у мери у којој су оне осигуране, колатерализоване или на неки други начин обезбеђене. Како би се осигурао

учинак *bail-in* инструмента и постизање његових циљева, препорука је да се он може применити на највећи могући број неосигураних обавеза пропадајуће институције. Без обзира на то, неопходно је изузети одређене врсте неосигураних обавеза из подручја примене *bail-in* инструмента. За заштиту власника осигураних депозита, *bail-in* инструмент не би требало примењивати на оне депозите који су заштићени на темељу Директиве 2014/49/ЕУ Европског парламента и Већа. Како би се осигурао континуитет најважнијих функција, *bail-in* инструмент не би требало примењивати на одређене обавезе запослених у пропадајућој институцији или на комерцијална потраживања која су у вези са робом и услугама, кључним за дневно функционисање институције. За испуњење пензионих права и потраживања или дуговање ПИО фондовима и њиховим корисницима, *bail-in* инструмент не би требало примењивати на обавезе које пропадајућа институција има према систему пензионог осигурања. Ипак, *bail-in* инструмент требало би примењивати на обавезе за пензиона давања, која се могу приписати варијабилним примањима која не произилазе из колективних уговора, као и на варијабилну компоненту примања лица која преузимају реални ризик. Да би се смањио ризик системске заразе, *bail-in* инструмент не би требало акцептирати на оне обавезе које произилазе из учествовања у платним системима са преосталим роком до доспећа краћим од седам дана, или обавезе према институцијама, искључујући субјекте из исте групе, чије је доспеће краће од седам дана.

Санациона тела имају задатак да искључе или делимично искључе обавезе из низа случајева, укључујући случајеве у којима није могуће санирати такве обавезе *bail-in* инструментом у разумном року. Исто тако, ова тела искључују или делимично искључују обавезе, у ситуацији када је то потребно, у циљу избегавања ширење заразе и финансијске нестабилности, које могу озбиљно да угрозе привреду државе чланице. Спровођењем процена, санациона тела би требало да узму у обзир последице потенцијалног *bail-in-a* и обавеза које произилазе из прихватљивих депозита које држе физичке особе и микропредузећа, као и мала и средња предузећа изнад нивоа покрића из Директиве 2014/49/ЕУ.

Државе чланице из свог фокуса не смеју изгубити осигурање инструмената додатног основног капитала, који у потпуности могу покрити губитке у тренутку инсолвентности институције издаваатеља. Сходно томе, од санационих тела требало би захтевати дефинитивни отпис инструмената или њихову конверзију у инструменте

редовног капитала, у тренутку инсолвентности, а пре предузимања било какве мере санације. На тај начин моменат инсолвентности означио би тренутак у којем релевантно тело процењује да ли институција задовољава услове за санацију или тренутак у којем тело закључи да би институција престала бити солвентна ако се ти инструменти капитала не би отписали или конвертовали. Податак да је неопходан отпис или конверзија инструмената у околностима утврђеним Директивом, требало би навести у одредбама које се примењују на инструмент, те у сваком проспекту или документу који се односи на понуду и који је у вези са инструментима.

Санациона тела морају имати сва неопходна законска овлашћења која се у различитим комбинацијама могу примењивати применом инструмената санације. Овлашћења укључују пренос деоница, имовине, права и обавеза пропадајуће институције на други субјект, институцију или прелазну институцију, отпис или поништење деоница, отписа или конверзију обавеза пропадајуће институције, овлашћења замене управе и изрицања привременог мораторијума на исплату потраживања. Такође, неопходна су и додатна овлашћења, укључујући овлашћење за наставак пружања основних услуга од стране осталих делова групе.

Такође, санациона тела би, требало да имају додатна овлашћења због делотворног преноса деоница или дужничких инструмената, као и имовине, права и обавеза. Подложно заштитним механизмима предвиђених Директивом, потенцијал ових овлашћења је у укључивању укидања права трећих страна из пренесених инструмената или имовине, као и овлашћење реализације уговора и осигуравања наставка пословања, према примаоцу пренесене имовине и деоница. Међутим, права запослених да откажу уговор о раду ни у ком случају не би смела бити угрожена. Право једне од страна да откаже уговор са институцијом у санацији или субјектом групе из других разлога, осим санације пропадајуће институције, такође не би смело бити угрожено.

Мере за управљање кризом, које спроводе национална санациона тела, могу захтевати деликатне економске процене и велико дискреционо право. Национална санациона тела имају посебна стручна знања, потребна за доношење таквих процена и утврђивање адекватног коришћења дискреционим правом. Зато је важно осигурати да национални судови користе комплексне економске процене, које, у том контексту, донесу национална санациона тела, као основ за преиспитивање наведених мера за управљање кризом.

Међутим, сложена нарав поменутих процена не би требало да утиче на националне судове при разматрању да ли су докази на које се санационо тело наслања чињенично тачни, поуздани и доследни, садрже ли све релевантне информације које би требало узети у обзир како би се проценила комплексна ситуација и оправдавају ли закључке који се из њих доносе.

За учинковиту санацију и избегавање сукоба надлежности, редовни поступак у случају инсолвентности за пропадајућу институцију не би се смео покретати, нити наставити, све док санационо тело извршава своја санациона овлашћења или примењује инструменте санације, осим на иницијативу санационог тела или уз његову сагласност. Корисно је и потребно суспендовати одређене уговорне обвезе на ограничен рок, да би санационо тело имало довољно времена да примени инструменте санације. Ипак, ово се не би требало односити на обавезе у погледу система одређених у складу са Директивом 98/26/ЕЗ Европског парламента и Већа, средишњих других уговорних страна и средишњих банака. Директивом 98/26/ЕЗ, смањује се ризик повезан са учествовањем у платном поступку и системима за намирење, нарочито смањењем ометања у случају инсолвентности учесника у таквом поступку. За ефикасно осигурање заштите у кризним ситуацијама, истовремено задржавајући сигурност оператера платних поступака и вредносних папира, као и осталих тржишних учесника, Директива предвиђа да се мера превенције кризе или мера за управљање кризом сама по себи не сматра стечајним поступком у смислу Директиве 98/26/ЕЗ Европског парламента и Већа, под условом да се темељне обавезе према уговору и даље извршавају. Међутим, ниједном одредбом ове Директиве не доводи се у питање дејствовање поступка одређеног на темељу Директиве 98/26/ЕЗ или право на сигурност колатерала, осигурано чланом 9. Директиве 98/26/ЕЗ.

Како би се осигурало да санациона тела током трансфера имовине и обавеза на купца из приватног сектора или прелазну институцију, имају задовољавајући рок за одређивање уговора које је потребно пренети, могло би бити прикладно одредити сразмерна ограничења за права других уговорних страна на затварање, убрзавање или отказивање финансијских уговора на неки други начин, пре него што пренос наступи. Ово ограничење било би неопходно у случајевима у којима би се надлежним телима омогућио прави биланс стања пропадајуће институције, без измена вредности и обима, које би укључивало често заступљено остваривање права отказа. Да би се уплитање у уговорна права других уговорних страна svelo на најмању могућу меру, ограничење права отказа

требало би примењивати само у односу на меру спречавања кризе или меру за управљање кризом, укључујући настанак сваког догађаја, директно повезаног са применом те мере, а права на отказ произашла из неког другог неиспуњења обвеза, која укључују неплаћање или остварење маржи, требало би задржати.

Код санације прекограничних група потребно је успостављање равнотеже између потребе за поступцима који узимају у обзир хитност ситуације и омогућују учинковита, праведна и благовремена решења за целу групу, као и потребе да се заштити финансијска стабилност у свим државама чланицама у којима група послује. Своја стајалишта санациона тела износе на санационом колегијуму. Санационе мере које за групу предлаже санационо тело, потребно је припремати на време и о њима расправљати између различитих санационих тела, а у контексту планова санације групе. Колегијуми имају функцију представљања стајалишта санационих тела свих држава чланица у којима група послује, како би се поједноставило доношење брзих заједничких одлука. Неопходно је, такође, да санациона тела за групу воде рачуна о утицају мера санације које предузимају на финансијску стабилност у државама чланицама у којима група послује. То је могуће осигурати тако да санациона тела државе чланице у којој друштво кћи има пословно седиште, имају могућност да уложе приговор на одлуке санационог тела за групу, које се не односе само на примереност мера санације, већ и услед потребе заштите финансијске стабилности у тој држави чланици. Санациони колегијум не би требало да доноси одлуке, већ да послужи као платформа која националним телима олакшава процес доношења одлука. Заједничке одлуке требало би да доносе национална тела.

Израда програма санације групе служи да олакша усклађеност санације која ће дати најбоље резултате за све институције групе. Санационо тело за групу предлаже програм санације групе и подноси га санационом колегијуму. Национална санациона тела која се не слажу са програмом или одлуче да предузму независне мере санације, морају објаснити разлоге свог неслагања и обавестити санационо тело за групу и остала санациона тела обухваћена програмом санације групе, о разлозима за неслагање, као и детаљима било каквих независних мера санације које намеравају да предузму.

Као део програма санације групе, тела могу бити позвана да примене исти инструмент на правна лица које задовољавају услове за санацију. Санационим телима за групу неопходна су овлашћења за примену инструмената прелазне институције на нивоу групе (што може укључивати и систем поделе терета), да би се цела група стабилизovala.

Власништво над друштвима кћерима, може се пренети на прелазну банку, сходно даљој продаји и када за то наступе одговарајући тржишни услови, било да је то у пакету, или појединачно. Осим тога, санационо тело за групу требало би да користи овлашћење примене bail-in инструмента на нивоу матичног друштва. На основу Споразума о финансијској подршци унутар групе државе чланице осигуравају да матична институција у држави чланици, матична институција у Унији, или субјект из члана 1. став 1. тачке (ц) или (д) и његова друштва, кћери у другим државама чланицама или трећим земљама која су институције или финансијске институције обухваћене консолидованим надзором матичног друштва, могу склопити споразум како би осигурала финансијску подршку свакој другој страни споразума која испуњава услове за рану интервенцију у складу са чланом 27, под условом да су испуњени услови утврђени у овом поглављу. Споразум о финансијској потпори групе не сме бити предуслов за пружање финансијске подршке групе било ком субјекту групе који има финансијске потешкоће, ако тако одлучи институција на темељу појединачних случајева и у складу са политиком групе, уколико то не представља опасност за целу групу; или пословање у држави чланици.

Државе чланице уклањају све правне препреке у националном праву за трансакције финансијске подршке унутар групе, које се предузимају у складу са овим поглављем. Наведено се остварује искључиво под условом да државе чланице ништа не спречава да наметну ограничења на трансакције унутар групе у вези са националним правом којим се користе могућности предвиђене Уредбом (ЕУ) бр. 575/2013 преносе одредбе Директиве 2013/36/ЕУ или којим се захтева одвајање делова групе или активности које се спроводе унутар групе због финансијске стабилности. Споразум о финансијској подршци може да: покрива једно или више друштава кћери групе и осигурава финансијску подршку матичних друштава њиховим друштвима кћери, између друштава кћери групе који су део споразума или било коју комбинацију тих субјеката.

У споразуму о финансијској подршци групе наводе се начела прорачуна накнаде за сваку трансакцију која је обављена у складу са споразумом. Начела садрже захтев да се накнада одређује за време пружања финансијске подршке. Споразум, укључујући начела за прорачун накнаде за пружање финансијске подршке и друге услове споразума, поштује следећа начела: свака страна мора да делује слободно приликом склапања споразума, при склапању споразума и одређивању накнаде за пружање финансијске подршке, свака страна мора да делује у свом најбољем интересу, при чему се у обзир могу узети

сви директни или индиректни бенефити, које страна може да стекне као последицу пружања финансијске подршке; свака страна која прима финансијску подршку мора открити све релевантне информације пре одређивања накнаде за пружање финансијске подршке и пре доношења одлуке о пружању финансијске подршке; приликом одређивања накнаде за пружање финансијске подршке, у обзир се могу узети информације које поседује страна која пружа финансијску подршку, на темељу чињенице да је она део исте групе као страна која је прималац финансијске подршке; као и да није обавезно узети у обзир било који очекивани привремени учинак на цене на тржишту, који произилази из догађаја који су изван групе. Споразум о финансијској подршци групе може бити склопљен само уколико у време предлагања споразума ниједна од страна не испуњава услове за рану интервенцију, према мишљењу одговарајућих надлежних тела. Државе чланице осигуравају да сва права, захтеви или мере које произилазе из споразума о финансијској подршци групе могу спроводити само стране споразума, а не и трећа страна.

Макроекономски контекст у коме анализирамо однос монетарне и фискалне политике и у том смислу одрживост финансијске стабилности у ЕУ, биће предмет истраживања у наредним поглављима.

III. ФИСКАЛНА УНИЈА КАО ТРЕЋИ СТУБ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕУ

1. Монетарно-фискална контроверза у ЕУ

1.1. 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. Задаци 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 напусти 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 еуро-зоне 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. Исто-вре-мено, 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 су 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 варијаб-лама 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 по-стизање стабилности финансијског система неопходна је не само сарадња већ и координисана акција ЕЦБ и националних влада. Литература о комбинацији политика фокуси-рана 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, Tiberiu (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.

1.2. 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 суверинитета 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 потписало 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 потписника захтева конвергенцију ка средњорочном циљу, дефинисаном Пактом, и нижи ниво дефицита од 0,5% (укључујући цикличне ефекте и кратко-рочне 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 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 ингеренције, 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 et 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 несљужбена (over the counter) тржишта и система плаћања и намирена.

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 дуго-рочних 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).

2. Фискална унија као фактор опстанка ЕУ

2.1. Раст буџетског дефицита и јавног дуга у земљама ЕУ

Кључни макроекономски циљ централизоване монетарне политике коју спроводи еврозона, као универзалан феномен у свету економије, подразумева стабилност цена, док су ниво производње и стопа запослености у сенци овог циља. У условима ценовне стабилности, док се привреда свим својим снагама бори са стагнацијом или рецесијом, извори недостатака извиру из структуралних проблема неодговорне фискалне политике, као и неизбежних шокова који проистичу из екстерног окружења (Радоњић, 2016а).

У случајевима финансијских потешкоћа, а у недостатку фискалне уније, проблем солвентности не би требало решавати само на националном нивоу, што је фактички немогуће остварити у независној монетарној и на националном нивоу ограниченој фискалној политици. Земље чланице еврозоне су дужне да у складу са веома ригидним правилима, а у циљу постизања макроекономске стабилности, обезбеде достизање 3% БДП-а буџетском дефициту на годишњем нивоу, као и обезбеђење лимита јавног дуга који не сме прећи 60% БДП-а. При томе, фискална флексибилност земаља чланица веома је ограничена забраном задуживања земаља чланица код ЕЦБ и НЦБ других земаља чланица, како повлачењем новца са рачуна, тако и продајом државних ХОВ.

Према Огњену Радоњићу (2016), уколико желе да троше више него што зарађују, земље чланице еврозоне су приморане да се задужују на приватним финансијским тржиштима. Овако конципиран систем не подразумева егзистирање ни федералног буџета, ни елементарне координације фискалних политика земаља чланица. Уколико номинални девизни курс између земаља чланица изостане, политика надница преузима улогу у политици конкурентности привреде, те самим тим снажно утиче на флукуацију инфлације и кретање реалног девизног курса.

Таква економска политика претендује да економије земаља чланица еврозоне конвергирају и једино на тај наин оправдају монетарну политику (*one-size-fits-all*), која се примењује чак у 17 различитих економија. Правило ограничења износа буџетског дефицита, без обзира у којој фази привредног циклуса економије се примењује, подразумева одустајање од контрацикличне фискалне политике, као веома битног средства које утиче на стабилизацију економског система.

Дакле, када се економија нађе у силазној фази економског циклуса и у суженим профитним приликама за приватни сектор, фактички је искључена свака могућност да се ван деловања аутоматских стабилизатора држава нађе у улози потрошача (*spender of last resort*) и подржи агрегатну тражњу када је у фази опадања. Монетарна политика ову улогу свакако не може остварити, јер чак и поред претпоставке да примарни циљ ЕЦБ није ценовна стабилност, ниске каматне стопе не морају позитивно деловати на инвестициону потрошњу, као и на опадајуће профите (Радоњић, 2016).

Чињенично стање да је износ буџета ЕУ 1% БДП-а земаља чланица упозорава да се на нивоу појединих држава не може ослонити на контрациклично дејство фискалне политике на централном нивоу. Из овога проистиче да је фискална политика субординирана монетарној политици, а да се функција фискалне политике и фискалних ограничења заправо одражава кроз стабилан ниво цена. Теоријска потпора за евроконструкт у основи се ослања на ортодоксну теорију новца, која заступа став да су макроекономски системи капиталистичких привреда инхерентно стабилни и саморегулативни и да је новац спонтана творевина приватног сектора, створена из потребе да се снизе трансакциони трошкови у процесу трговине.

Ако је новац творевина приватног сектора, чија је основна функција снижење трансакционих трошкова, тада би и настанак и развој различитих валута у различитим географским подручјима такође требало да прође анализу која подразумева тенденције приватног сектора за елиминацијом девизних ризика, минимизирања трансакционих трошкова и трошкова прилагођавања на могуће егзогене шокове. Радоњић (2016) тврди да висина трошкова прилагођавања зависи од степена мобилности радне снаге, флексибилности тржишта рада, степена отворености, производне диверсификације, природе и специфичности егзогеног шока (да ли је шок асиметричан или симетричан), итд. Приликом креирања и развоја новца, улога и место државе се у принципу не узимају у обзир, при чему се границе за одређену валуту не морају подударати са границама суверених држава, а одређују се на основу анализе трошкова и бенефита од увођења јединствене валуте.

Када је реч о ортодоксној теорији новца, улога државе се посматра у негативној конотацији, те проистиче да је раздвајање политички независних монетарних и фискалних власти сасвим позитиван исход. Ова теорија заговара да су фискалне власти склоне да злоупотребљавају своје позиције путем монетизације буџетског дефицита, која води

инфлацији и обезвређивању дугова државе. Дакле, ово имплицира да је раздвајање монетарне и фискалне политике чак и пожељно, јер води ка испуњењу примарног циља, стабилности цена, а самим тим и до одрживог привредног раста и развоја. Гледано из другог угла, хетеродоксна државна теорија новца истиче да је новац чисто обрачунско средство и искључиво државна творевина. Даље, ова теорија истиче новац као симбол политичке суверености, при чему је веза између политичке суверености и фискалне власти са једне стране и процеса стварања новца и централне банке са друге стране, срце сваког привредног система (Радоњић, 2016).

Ортодоксна теорија новца, евроконструкт, ову везу је ослабио до крајњих граница. Политичка и фискална власт у оквиру еврозоне остају на нивоу националне државе. Кроз читаву историју националне државе биле су способне да се у ратним ситуацијама или кризама изазваним интерно, ослоне на помоћ институција које стварају новац и то снижавањем удела племенитих метала у кованом новцу, преко Министарства финансија или деловања Централне банке (Радоњић, 2016).

Историја нас подсећа да кад год су се државе удруживале, како би формирале веће федералне јединице (попут оних у САД, Аустралији и Канади), приоритетна политичка моћ, главнокомандујућа монетарна моћ и компетенције које из тога следе, емигрирале су на ниво федерације, што се свакако у еврозони никада неће догодити. Дакле, у оквиру еврозоне земље чланице ће и даље поседовати фискалну власт, док ће се на пољу монетарне политике њихов статус изненада преобратити у филијале, те више неће моћи да се ослоне на монетарну власт ради производње новца да би финансирале домаће националне дугове. Све ово нам указује на то да ће између главнокомандујућих монетарних и фискалних власти доћи до неминовне сепарације. Услед будућности која са собом носи неизвесност и кризе на финансијским тржиштима савремене капиталистичке привреде, евроконструкт, као такав, онемогућава и еврозони и њеним чланицама да се боре против криза и рецесија (Радоњић, 2016).

Уколико монетарне власти преузму и улогу зајмодавца, оно што могу учинити у случају финансијске кризе је да спрече панику у трци званој ослобођење од дугова, што ни у ком случају није довољно за опоравак система. Оно што недостаје је постојање ентитета који не само што је вољан да се задужи, већ и да тај новац троши. У недостатку оптимизма учесника у приватном сектору, држава се издваја као једини учесник, до-

вољно ауторитативан за преузимање тог ризика, јефтиним задуживањем код своје централне банке. Међутим, ова ситуација, када говоримо о евроконструкту, не постоји, јер је ту новац апсолутно приватизован, земље чланице су приморане да се задужују на приватним финансијским тржиштима, исто као и у случају задуживања државе у иностраној валути. Да резимирамо, уколико влада изгуби из посуда своју валуту, она неће одустати само од контроле над монетарном политиком, већ се њена моћ потрошње лимитира на потпуно нов начин. Када држава не поседује своју централну банку у коју може без ограничења адресирати своје чекове, тада се њена потрошња може финансирати само позајмљивањем на отвореном тржишту, што може скупо да је кошта, поготово у крајњем случају нужде. Сасвим је оправдано рећи да опасност лежи у томе да ће буџетско ограничење, на које су се владе индивидуално обавезале, као последицу имати склоност дезинфлацији, која ће Европу, као целину, оставити у депресији из које неће бити способна да се извуче (Радоњић, 2016). Процес приватизације новца, подсећа Радоњић (2016), неминовно води до процеса приватизације државе, услед неминовности да се задужују на приватним финансијским тржиштима. Тако се државе задужују под оним условима које тржиште намеће, при чему њена моћ задуживања зависи од воље приватних финансијских институција да јој тај новац и позајме. Добра воља приватних кредитора да држави позајми новац, директно ће зависити од посвећености државе балансираном буџету, при чему води заштити приватних зајмодаваца од акумулације јавног дуга. Када је присутна рецесија, пад пореских прихода и активација аутоматских стабилизатора упућују на буџетски дефицит, а самим тим и обарање кредитног рејтинга држава од стране агенција за процену кредитног рејтинга.

Поред неповољних услова задуживања, инвеститори ће сада нудити кредит, али само под условом истовременог смањења државне потрошње. Ово подразумева да ће државна потрошња бити проциклична, на супрот очекиване контрацикличне, што ће изазвати додатно продубљивање рецесије.

На тај начин држава постаје незаштићена приликом ендогених или егзогених генеричких кризних удара. Упоредо са проблемом раздвајања монетарне и фискалне политике, како у својим истраживањима тврди Радоњић (2016), одвија се и поступак у коме су земље чланице еврозоне индивидуално одговорне за своје банкарске системе. Раздвајањем монетарне и фискалне политике, без пратећег креирања федералних институција, земље чланице еврозоне постале су неспособне да гарантују депозите у банкама

(Радоњић, 2016).

Процесуирање европројеката трајало је од 1991. па све до избијања кризе сувереног дуга 2009. године у еврозони, при чему су континуиране проблеме са дефицитом буџета имале Грчка и у нешто мањем обиму Португалија. Након што је евро уведен 1999. године, једино је Грчка била та која је кршила мастрихтски лимит од 3% БДП-а, а нешто мање Португалија, чији је буџетски дефицит поготово био изражен 2004. и 2005. године. У периоду ескалације кризе, која је трајала пуних 10 година, економије које нису прекршиле мастрихтско ограничење дефицита буџета у износу од 3% БДП-а биле су Финска, Луксембург, Ирска и Шпанија. Аустрија (2004) и Холандија (2003) су само једанпут пробиле овај лимит, док су Немачка (2001, 2002, 2003, 2004. и 2005,) и Француска (2002. 2003. и 2004.) то учиниле у неколико наврата. Закључно са 2013. годином, мастрихтски лимит прекршен је укупно 148 пута. У само 51 случају од поменутих 148, дефицит је био оправдан околностима дубоке рецесије. Дакле, у 97 случајева било је обавезно изрећи санкције прекршиоцима, али до дан данас ниједна санкција није изречена (Прокопијевић, 2012, Радоњић, 2016).

Опоравак кризних привреда, како истиче Огњен Радоњић, рефлектовао се креирањем суфицита у приватном сектору, а у циљу поврата приватног дуга и креирања суфицита у јавним финансијама, како би презадужене државе вратиле своје дугове. Евидентно је да мере фискалне штедње, услед великог пада у агрегатној тражњи, а тиме и у нивоу цена, производње и запослености, стварају ефекте који су у супротности од жељених (Радоњић, 2016). Може ли онда и на који начин становништво кризних економија да троши мање и више уштеди да би могло да плаћа више порезе и намири инострани дуг? Одговор гласи да, искључиво ако доходак остане на истом нивоу или порасте. Имајући у виду да кризне економије не могу продавати више роба и услуга свом становништву, јер оно сада више штеди, једини излаз огледа се у продаји роба и услуга странцима, на годишњем нивоу, у већој вредности него што износе њихове годишње обавезе на име инодуга. У том контексту два антипода и формално конфликтно постављене два кључна сегмента макроекономске политике, монетарна и фискална политика, морају чвршће да сарађују. Веза мора бити у тону јавног добра и на начин да једна другу подржавају што у економском смислу значи да је централизација обе политике неминовност а у стабилизационом и развојном смислу нужност. О таквим потребама и тенденцијама ћемо детаљније у тексту који следи.

2.2. Потреба за centralizacijom fiskalne politike, novi fiskalni sporazum i paketi mera

Прихватање и усвајање евра подразумевало је да су државе чланице Еврозоне испуниле критеријуме конвергенције прописане Мастрихтским уговором, уз извесна одступања када је реч о висини јавног дуга, али уз поштовање одредаба основачких уговора да је за прихватање испуњености овог критеријума довољно и кретање ка референтној вредности од 60% бруто друштвеног производа. Разноликост фискалних политика држава чланица након увођења евра, и поред обавезе респектовања оквира економске политике, координације и надзора буџетске политике, последично је изазвало неравномерно кретање њихових буџетских позиција, које је условило формирање специјалних дефицита и интервенцију институција Европске уније. Државе чланице нису се придржавале једног од „златних“ правила фискалне политике, а то је да се у ситуацијама узлазног тренда економских циклуса, буџет одржава у суфициту, који би се користио за покривање дефицита у раздобљу рецесије, јер су суфиците углавном користиле за смањење пореза зарад стимулисања економског развоја (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en).

До прве ревизије пакта стабилности и раста 2005. године, израђено је неколико процедура раног упозорења и адаптација прекомерног буџетског дефицита. Карактеристичан случај нарочито је био везан за процедуру прилагођавања прекомерног дефицита Француске и Немачке, којима је 2002. године упућена препорука да уклоне дефицит до 2004. године, а затим је тај рок продужен и на 2005. годину. Комисија је предложила Савету да се, у складу са процедуром, обема државама упути опомена, али како није имао потребну квалификовану већину за такву одлуку, уместо опомене одлучио је да обустави поступак. Због прекорачења овлашћења Савета Комисија је поднела тужбу Европском суду правде, и Суд је поништио одлуку Савета аргументујући пресуду ставом да Савет не може да мења процедуру установљену Пактом стабилности и раста. Измене Пакта, извршене јуна 2005. године у смислу јачања надзора над буџетском политиком и надзора и координације економске политике, уводе обавезу надзора и за државе чланице Европске уније, које још нису постале чланице Еврозоне (тзв. ЕРМ2 чланице), као и неколико одредаба које чине процедуре надзора флексибилнијим и адекватнијим за државе чланице. Ово се посебно односи на средњорочне буџетске циљеве и процесе прилагођавања буџетске политике овим циљевима. За сваку државу чланицу циљеви ће бити

диференцирани и могу се разликовати од захтева за буџетском позицијом “близу равнотеже или са вишком“, да би се омогућило „буџетско маневрисање“ са циљем обезбеђивања јавних инвестиција. Корективна компонента Пакта стабилности и раста такође је претрпела промене, ради „промптне корекције изузетног дефицита“, полазећи од става Европског савета да се „сврха процедуре изузетног дефицита огледа у помоћи, а не кажњавању. Из тога произилази да је кроз појачани надзор, колегијалну подршку и колегијални притисак“, а тек као крајње средство и примену санкција, неопходно обезбедити подстицај, како би државе чланице поштовале буџетску дисциплину (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb_en).

Измене Пакта скоро и да нису биле примењене, након што су банкарска криза и криза сувереног дуга наметнуле потребу за даљим реформама. Пакт стабилности и расту, са својим дугим роковима прилагођавања, који захтевају већи степен координације, као и чињенице да се то не односи на јавни дуг, није био погодан оквир да спречи избијање кризе јавног дуга. Нови пакет законских решења, која су допунила Пакт о стабилности и расту, ступила су на снагу 13. децембра 2011. године, а позната су као „Пакет шест“ (engl Six Pack), имајући у виду да их чини пет уредби и једна директива. Образложење овог пакета мера указује да је он део “економског управљања” (Economic Governance) у Европској унији, и односи се на скуп инструмената и процедура везаних за фискалну функцију Економске и монетарне уније (Целетовић, Шубара, 2017).

У процедуру прекомерног буџетског дефицита по први пут се уводи постојање прекомерног јавног дуга, полазећи од референтне величине од 60% у односу на бруто друштвени производ, као и третирање макроекономских диспропорција у националним привредама држава чланица, које могу имати ефекте на буџетски дефицит и јавни дуг. Прва уредба (Уредба о јачању надзора над буџетском позицијом и надзора и координације економских политика), диктира правила која се односе на „садржај, доставу, испитивање и мониторинг програма стабилизације и програма конвергенције, као дела мултилатералног надзора комисије и Савета, како би се у раној фази спречила појава изузетног дефицита“. Ова Уредба у текст Пакта о стабилности и расту, уноси два нова поглавља: „Европски семестар за координацију економских политика“ и „Економски дијалог“. Европски семестар заправо је временски оквир за координацију економских политика, у коме се врши мултилатерално надгледање економских политика држава чланица.

Уредбом се временски оквир пројекције средњерочних буџетских циљева скраћује на три године. Од држава чланица Еврозоне захтевају се експлицитна образложења претпоставки економског раста и свих мера економске политике, као и квантификација ефеката. Приликом праћења реализације буџетских циљева, Комисија може изрицати упозорење државама чланицама, како би спречила формирање изузетног дефицита, а Савет даје препоруке за неопходне мере политике (https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en)

Уредба о ефикасном извршењу буџетског надзора у Еврозони доприноси јачању превентивне и корективне функције Пакта о стабилности и расту у Еврозони, и уводи санкције за непоштовање одредаба пакта. Санкције из превентивног одељка Пакта о стабилности и расту детерминисане су у облику каматонских депозита у износу од 0,2% бруто друштвеног производа из претходне године, а санкције из корективног дела Пакта стабилности и раста имају форму бескаматног депозита у износу од 0,2%. У случају да држава чланица не предузме корективне мере изузетног дефицита, Савет прописује казну у износу од 0,2% бруто друштвеног производа државе чланице за претходну годину. Наредне две уредбе односе се на откривање, превенцију и корекцију прекомерних макроекономских дисбаланса у државама чланицама, као и извршне мере за кориговање прекомерних макроекономских дисбаланса у Еврозони. Уредба о превенцији и корекцији макроекономских дисбаланса, заправо је допуна процедуре буџетског надзора новим оквиром за превенцију економских диспропорција у државама чланицама и примењује се у контексту Европског семестра. Годишњи извештај Комисије о еволуцији индикатора има за циљ да укаже да ли је нека држава чланица угрожена или може бити угрожена формирањем дисбаланса. У случајевима непредвиђених економских кретања, Комисија може да изврши деликатнију анализу у држави чланици у којој могу настати дисбаланси, са посебним освртом на дубоке трговинске и економске међусобне везе између држава чланица и могући ефекат преливања националних економских политика. Други део Уредбе односи се на процедуру изузетних дисбаланса. У препоруци, коју је Савет упутио држави чланици, предлажу се мере за отклањање дисбаланса, као и рока до кога је то потребно учинити (Џелетовић, Шубара, 2017).

Осврт на кризу јавног дуга подсећа нас на њене веома оштре облике у Еврозони. Посебна уредба из „Пакета б“ тиче се отклањања макроекономских дисбаланса у овој

групацији (Уредба о извршним мерама за корекцију макроекономских дебаланса у Еврозони), прописујући систем санкција ради њихове „ефикасне корекције“. Санкције које Савет (у овом случају Еврогрупа) прописује, а на предлог Комисије, могу имати два облика: (1) каматозни депозит у износу од 0,1% бруто друштвеног производа за претходну годину, уколико Савет утврди да државе чланице не усвајају препоручене мере за корекцију дисбаланса и (2) годишња казна, ако држава чланица не донесе задовољавајући план корекције дисбаланса након две узастопне препоруке Савета. Непридржавање правила о прекомерним макроекономским дисбалансима може изазвати и суспензију коришћења европских структурних и инвестиционих фондова (ESI Funds), без обзира на чланство у Еврозони.

Уредба о убрзању и разјашњењу имплементације процедуре прекомерног дефицита има за циљ да спречи прекомерни буџетски дефицит и, уколико он настане, његову ургентну корекцију. У решењима Пакта о стабилности и расту, по први пут се поштовање буџетске дисциплине везује не само за буџетски дефицит, већ и за јавни дуг државе чланице. Ако је јавни дуг државе чланице изнад референтне вредности од 60% бруто друштвеног производа, дужна је да га смањује за 1/20 годишње. Уколико држава чланица не испуни прописане услове, Савет јој изриче *санкције* које су најчешће у виду казне. Казна подразумева обавезу плаћања фиксног износа од 0,2% бруто друштвеног производа државе чланице и променљивог износа, који износи 1/10 апсолутног износа разлике између актуелног буџетског биланса и референтне вредности тог биланса (Целетовић, Шубара, 2017).

На крају, „Пакет шест“ садржи и једну директиву, а то је Директива о захтевима за буџетски оквир држава чланица. Директива успоставља правила која се односе на формирање буџетског оквира држава чланица, односно одговарајуће прикупљање фискалних података, ради униформног поштовања буџетске дисциплине, прописане Уговором о функционисању Европске уније. Карактеристике овог пакета мера, односно измене у процедури фискалног управљања, могу се сублимирати у неколико основних обележја. Скраћени су рокови фискалног прилагођавања, казне за неизвршење препорука/ опомена Савета протежу се на све фазе процедуре прекомерног дефицита, уводи се гласање о санкцијама, принципом обрнуте квалификоване већине, што повећава извесност санкција, уводе се мере за спречавање и корекцију макроекономских неравнотежа, јавни дуг егзистира као предмет политике координације, превенције и отклањања буџетских

дефицита, уводи се процедура националног буџетског оквира и тако даље. Очигледно је да је криза јавног дуга била главни окидач за ове промене. Како је криза јавног дуга свој најоштрији израз имала у државама чланицама еврозоне, у циљу разрешења постало је неопходно јачање превентивног и корективног дејства процедуре прекомерног дефицита, нарочито за државе чланице Уније чија је валута евро. „Услед високог потенцијалног ефекта преливања буџетских политика у области заједничке валуте, постоји јасна потреба за још јачим механизмима посебно за еврозону“. Из тог разлога, а полазећи од члана 136. Уговора о функционисању Европске уније, усвојене су две уредбе (ступиле на снагу 30. маја 2013. године), које су имале за циљ јачање буџетског надзора у еурозони. Ове уредбе предвиђају да Савет може донети посебне мере које се односе на државе чланице Еврозоне, зарад јачања координације и надгледања буџетске дисциплине и утврђивања смерница економске политике.

Уредбе „Пакта два“ увеле су и детаљни буџетски мониторинг држава чланица у којима је на снази санација јавног дуга (тзв. „програмске државе чланице“). Прва уредба односи се на *све државе еурозоне*. Она прописује одредбе о појачаној контроли политика буџета у еурозони, како би се осигурало да национални буџети буду конзистентни са смерницама економске политике, постављеним у контексту Пакта о стабилности и расту и Европског семестра за координацију економске политике". Друга уредба односи се на оне државе еурозони које се налазе у процесу санације јавног дуга.

Механизам појачаног економског и буџетског надзора које она третира, фокусиран је на „спречавање заразних последица кризе јавног дуга на финансијску стабилност еврозоне и Уније као целине“. Уредба полази од става да интензитет надзора мора бити пропорционалан озбиљности кризе. Комисија одлучује да државу чланицу еврозоне, која је изложена тешкоћама одржавања финансијске стабилности, подвргне појачаном буџетском надзору, што може имати заразне последице по еврозону. Овај надзор може се продужавати сваких шест месеци. Држава чланица под појачаним надзором припрема програм превазилажења тешкоћа, заснованог на анализи одрживости јавног дуга, који сачињава Комисија. Док „програмска“ држава чланица не исплати бар 75% примљене финансијске помоћи, она се налази на „пост-програму надзора“, који може бити продужен, уколико ризик по финансијску стабилност и фискалну одрживост још није окончан на предлог Комисије, о коме Савет гласа обрнутом квалификованом већином (Целетовић, Шубара, 2017).

Уредбе из „Пакета два” прати Кодекс понашања, са детаљним упутствима о припреми буџетских планова, програмом економског партнерства и планова емисије јавног дуга држава чланица. Наведене уредбе оснажиле су положај Комисије у одлучивању о прекомерном буџетском дефициту и јавном дугу, с обзиром да она добија непроцењиву улогу приликом спровођења појачаног надзора над државама чланицама, као и припреми, реализацији и мониторингу програма прилагођавања (https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-prospective-fiscal-stance-appropriate-euro-area-2020_en).

Проблеми прекомерног дефицита, настали у пракси задуживања држава чланица независно од уредби Европске уније, нису се могли отклонити само модификовањем Пакта о стабилности и расту. Осетила се потреба за чвршћом обавезом држава чланица да ће своју буџетску политику спроводити и у интересу Еврозоне и Уније као целине. На предлог Немачке и Француске, закључен је посебан међудржавни уговор држава чланова Еврозоне и кандидата за прихватање евра, познат као Фискални пакт. Овакав начин закључивања уведен је након што је Велика Британија уложила вето, сматрајући да овај пакт није у складу са британским интересима и да не може прихватити „уговор унутар уговора“.

Државе потписнице обавезале су се да одржавају буџетску равнотежу или вишкове. Како би се у условима финансијске кризе очувала конкурентност држава чланица, почетком 2011. године Немачка је предложила закључивање Пакта о конкурентности, који би садржао обавезе држава чланица да координацијом економских политика остваре већи степен економске конвергенције. Ову иницијативу Европски савет је преиначио усвајањем „Евро-плус“ споразума на самиту одржаном 24-25. марта 2011. године. „Евро плус“ је посебна групација држава чланица Европске уније, која окупља државе чланице Еврозоне и државе кандидате за чланство у Еврозони (осим Чешке и Мађарске), на бази отворене методе координације, који проистичу из оснивачких уговора Уније.

Евро плус споразум није преточен у формални споразум, те су његове одредбе постале садржина уредби из „Пакета шест“, „Пакета два“ и Фискалног пакта, док су општи принципи развоја координације, односно економског управљања, укључујући институције, процедуре и циљеве, садржани у програмским предлозима врховника институција Европске уније и Еврогрупе, који се односе на конституисање фискалне уније. Европски семестар за координацију економских политика држава чланица је савремени

метод координације економских политика, који инволвира све елементе економског управљања садржане у Фискалном пакту, „Пакту шест“ и „Пакту два“. У оквиру Еврозоне, Фискална унија треба да садржи интегрисани буџетски оквир и интегрисани оквир економске политике. Интегрисани буџетски оквир треба да садржи следеће елементе и то заједнички дефинисан горњи лимит буџетских дефицита држава чланица, а задуживање изнад ових лимита подразумевало би образложење и заједничко одобрење, емитовање заједничких инструмената задужења, односно социјализација јавног дуга, у мери у којој је присутан прогрес монетарне интеграције Уније, те је могуће и формирање заједничког фонда за отплату будућег дуга, различити облици фискалне солидарности, успостављање фискалног тела на нивоу Еврозоне, као што је заједнички трезор, редефинисање улоге централног буџета Европске уније (European Commission, 2019)

У најужем смислу, фискална правила се дефинишу као законодавна или уставна ограничења фискалне политике, спровођењем нумеричких правила, којима се прописују специфична ограничења фискалних индикатора попут буџетске равнотеже, јавног дуга, јавне потрошње и опорезивања.

Циљ фискалних правила је да смање мотивацију креатора фискалне политике, за претераном експанзивном фискалном политиком, а нарочито у периодима привредног просперитета. Фискалним правилима се отклања, или у најгорем случају смањује, могућност давања приоритета краткорочним, а не дугорочним циљевима економске политике, фаворизовање појединих интересних група од стране носилаца економске политике и брига о политичким, а не привредним циклусима, и слично. Пракса доказује постојање различитих разлога, као узрока посезања за фискалним правилима и то гарантовање макроекономске стабилности, повећање кредибилитета фискалне политике и помоћ у отклањању дефицита, обезбеђење дугорочне одрживости фискалне политике, нарочито у контексту старења становништва, минимизирање преливања негативних екстерналија међу државама ЕМУ.

Имајући у виду наведене чињенице произилази да фискална правила спутавају дискрецију субјеката фискалне политике, која би водила различитим фискалним поремећајима услед његовог исувише експанзивног карактера. Фискална правила могу бити национална и наднационална. С обзиром на то да су националне фискалне политике остале у надлежности држава чланица ЕУ, а како је остваривање примарног циља заједничке монетарне политике унутар ЕМУ ценовна стабилност, наметнула се потреба за дис-

циплиновањем националних фискалних политика. Овакво дисциплиновање се у принципу, спроводи одговарајућим ограничењима (која ћемо објаснити у даљем тексту) и наднационалним правилима, којих се носиоци националних фискалних политика морају придржавати, у функцији избегавања инфлације и монетизације фискалних дефицита, насталих као последица неодговарајућег и олаког вођења фискалне политике. Циљ наднационалних фискалних правила је ограничавање националних фискалних политика унутар ЕМУ. Наднационална фискална правила у ЕУ садржана су у Уговору из Мастрихта и Пакту о стабилности и расту. Уговор из Мастрихта заправо је документ који је дефинисао не само темеље монетарне уније, већ и критеријуме конвергенције које државе морају испунити, како би се прикључиле ЕМУ. Настао је као резултат тежње за спречавањем настанка фискалних криза, које би имале негативан утицај на државе чланице, али и настојања за реализацијом примарног циља којем ЕЦБ тежи, стабилности цена. Мастрихтски Уговор третира фискалну дисциплину на два начина. Први је везан за уговорну обавезу, која забрањује преузимање дугова од стране држава чланица и Уније, чиме је направљен искорак за елиминацију проблема моралног хазарда, изазваног очекивањем државе чланице да ће неко други покрити њен дуг. Други начин, уз помоћ којег се повећавају шансе за вођење одрживе фискалне политике држава чланица јесу критеријуми конвергенције, којима се спречава настанак прекомерних дефицита. Предвиђена су два критеријума, непосредно везана за фискалну политику, од којих је први везан за ограничавање буџетског дефицита на 3% БДП, а други за лимитирање јавног дуга на 60% БДП.

Логика формулисања поменутих ограничења се састоји у томе што се, с једне стране, на тај начин настоји елиминисати могућност да прекомеран раст буџетског дефицита и јавног дуга, изазове раст каматних стопа унутар чланица ЕМУ. Са друге стране, поменути претерани дефицити могли би се негативно одразити и на кредибилитет монетарне политике, и на тај начин угрозити примарни циљ, ценовну стабилност. Нису ретке критике критеријума конвергенције које се односе на фискалну политику, односно садржај поменутих фискалних правила. Најчешће се односе на чињеницу да се на овај начин државама чланицама онемогућава да квалитетно одреагују на кризу и њене негативне импликације, што може изазвати сложене економске и политичке проблеме. Остале критике проистичу из чињенице да се фискална ограничења односе на све државе подједнако, без обзира на њихове бројне макроекономске разлике. У трећу групу критика спадају оне које су повезане са недовољно објашњеном методологијом, помоћу које се

дошло до ограничења буџетског дефицита баш на 3% и јавног дуга на 60%. За избегавање прекомерних дефицита, а у функцији обезбеђивања фискалне дисциплине, која је неопходна за постизање макроекономске стабилности унутар ЕМУ, 1997. године уведен је Пакт о стабилности и расту, кога чине три елемента: 1. Дефинисање „прекомерних дефицита“; 2. Утврђивање превентивних мера у функцији избегавања претераних дефицита; 3. Препознавање корективних мера, укључујући и санкције. (Larch, M., et.al. 2019)

Када говоримо о првом елементу, прекомерни дефицит је дефинисан као дефицит изнад 3% БДП, при чему је предвиђена и обавеза израде средњорочног буџета, који мора бити близу равнотеже или у суфициту, да би се деловању аутоматских стабилизатора оставило довољно простора. Други елемент Пакта везан је за превентивне мере, односно за мониторинг буџетских позиција, путем тзв. система раног упозорења и краткорочног надзора. Систем раног упозорења полази од средњорочне пројекције буџетских позиција, да би у раној фази препознао евентуалне препреке везане за поштовање Пактом предвиђених фискалних правила. За разлику од система раног упозорења, краткорочни надзор подразумева полугодишње извештаје, на основу којих се извлачи закључак о тренутним буџетским позицијама које су у функцији евентуалног доношења одлука о постојању прекомерног буџетског дефицита. Трећи елемент односи се на корективне мере, односно процедуре у случају прекомерних дефицита (енг. Excessive Deficit Procedure – EDP), које се примењују након утврђивања о постојању дефицита.

Корективне мере, пакети мера и анализирана хронологија са аспекта функционалности, ограничења и недостатака говри о спором али ипак путу ка чврћој политичкој и фискалној интеграцији као нужност и опстанка ЕУ и одрживе финансијске стабилности као јавног добра ЕУ.

2.3. Нужност чврће 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 бнкарских 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 (Outright 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 (ECS); 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 спекулативних 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 еврџу 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 скора 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 номиналних 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 Кејн-сове 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. Присиљавање 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 читава 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 тичала 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 макро-економију, 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 неразменивих 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 неразмеском 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 левериц, односно коефицијент односа њиховог дуга према номиналном приходу. Поред тога, интерна девалвација утиче на повећање економске неста-

билности и све више домаћинстава и фирми приближава граници банкрота. Зато су редукције 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 спасавају 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 сnose губитке. Међутим, ови захтеви често стижу прекасно, јер краткорочно пласиран капитал брзо нестане. На тај начин сав терет сnose они који су дали дугорочне кредите. Често се захтеви за учешћем приватног сектора испостављају погрешним актерима. Према речима Стиглица, 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 фи-

нансијске 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.

ЗАКЉУЧАК

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 „стратегије 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 одnose 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 сво-

јих 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. Опредељујући 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 наднационалне 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 штедњу, 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 шпекулативних 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 сређености, 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 Мاستрихта процес европске интеграције евидентно је ушао у фазу која је обележена растућом нестабилношћу и бројним контрадикторностима. Истинско решење проблема који потресају ЕУ, теоријска мисао проналази у два крајностима, 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 установљивања 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 проредиће 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.

Еврозона 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 почеци 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 плим у насола 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 банкротства 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, санације и гашења банака и осигурања депозита, које су компоненте тзв. Банкарске уније. Овом реформом се тежи избегавању 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 преовлађујућа, 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 Евроне, 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 Евронезони 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 Евронезона, 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 домашај 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 извештан 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. Anginer, D. Warburton, A. J. (2014) The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit State Guarantees. *NYU Working Paper*.
2. Acharya, V. Eisert, T. Eufinger, T. Hirsch, W. (2017) Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy, *NYU Stern Working Paper*.
3. 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.
4. Aikman, D. Kapadia, G.J. McLeay, S.M. (2019) Targeting financial stability: macroprudential or monetary policy? *ECB working papers*.
5. Albulescu, C.T. (2012) Financial stability, monetary policy and budgetary coordination in EMU, *Theoretical and Applied Economics*, Volume XIX.
6. Alfonso, A. Arghzrou, M. Kontonikas, A. (2015) The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU, *ECB Working Paper*.
7. Altavilla, C. Brugnolini, L. Gürkaynak, R. Motto, R. Ragusa, R. (2019) Measuring euro area monetary policy. *ECB Working Paper*.
8. Ampudia, M. Beck, T. Beyer, A. Colliard, J.E. Leonello, A. Maddaloni, A. Ibane, D.M.(2019) The architecture of supervision, *ECB Working Paper*.
9. Ampudia, M. Heuvel, V. D. S. (2018) Monetary policy and bank equity values in a time of low interest rates, *ECB Working Paper*.
10. Arellano, C. (2012) Sovereign Debt Crises in the Eurozone, *Economic policy paper*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
11. 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*.
12. Atrissi, N. Mezher, F. (2010), Sovereign Debt Crisis and Credit Default Swaps: the Case of Greece and Other PIIGS, Université Saint-Joseph de Beyrouth.
13. Avgouleas, E. Douglas, A. (2013) The Eurozone Debt Crisis and the European Banking Union, University of Hong Kong.
14. 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*.
15. Battistini, N. Pagano, M. Simonelli, S. (2014) Systemic risk, sovereign yields and bank exposures in the euro crisis, *EC Economic Policy*.
16. Bank for International Settlements (2019) Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis, *CGFS Papers*, 63.
17. Bandt O., Hartmann P., Peydro J., (2015) Sistemski rizik u bankarstvu, *Oksfordski priručnik o bankarstvu*, Udruženje banaka Srbije, Beograd.
18. Beck, T. Wagner, W. (2016) Supranational supervision: How much and for whom?, *International Journal of Central Banking*.
19. 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.
20. 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.

21. Berger, N. A. & Bouwman, H. S. C. (2009) Bank Liquidity Creation. *The review of financial studies*, 22(9), 3779-3837.
22. Bernanke, B. (2010) Central Bank Independence, Transparency, and Accountability, Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo.
23. Berndsen, R. Carlos, L. Renneboog, L. (2018) Financial stability in networks of financial institutions and market infrastructures, *Journal of financial stability*.
24. Beževan, I. (2016) Problemi monetarne transmisije ECB-a i učinkovitost nekonvencionalne monetarne politike, repozitorijum Ekonomskog fakulteta, Sveučilište u Splitu.
25. Bolton, P. Jeanne, O. (2011) Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies, *IMF Annual Research Conference*.
26. Brandao, M. L. Correa, R. Sapriza, H. (2013) International Evidence on Government Support and Risk Taking in the Banking Sector. *IMF Working Paper*.
27. Brunnermeier, M. K. Y. Koby, Y. (2018) The Reversal Interest Rate, *Princeton University Working Paper*.
28. Buitier, W. Rahbari, E. (2010) Greece and the Fiscal Crisis in the EMU, Citi Investment Research and Analysis, Citigroup Centre, Canada.
29. Buitier, 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.
30. 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*.
31. Cetorelli, N. (2015) Bankarstvo i realna ekonomska aktivnost, Oksfordski priručnik za bankarstvo, Udruženje banaka Srbije, Beograd.
32. 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.
33. Claessens, S. (2015) An overview of macroprudential policy tools, *Annual Review of Financial Economics* 7(1), pp. 397-422.
34. Coibion, O. and Gorodnishenko, Y. (2015) Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation, *American Economic Journal*.
35. Collard, F. Dellas, H. Diba, B. Olivier, L. (2017) Optimal Monetary and Prudential Policies, *American Economic Journal: Macroeconomics*.
36. Constancio, V. (2015) Assessing the new phase of unconventional monetary policy at the ECB, University of Mannheim
37. Cuocolo, L. (2015) Constitutional Issues of the Banking Union, between european law and national legal orders, *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper Series*, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milan.
38. D'Arcy, J. S. (2008) The financial crisis: Background, onset, economic crisis and radical responses, <http://www.zmag.org/rnet/7wiewArticle/10249> (05.07.2019.).
39. Darvas, Z. Wolff, G. (2013) Should Non-Euro Area Countries Join the Single Supervisory Mechanism? *Bruegel Policy Contribution*.
40. 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.
41. De Grauwe, P. (2011) The Governance of a Fragile Eurozone, Centre for European Policy Studies Working Document.

42. Dell’Ariccia, G. Igan, D. Laeven, L. and Tong, H. (2012) Policies for Macro-financial Stability: How to Deal with Credit Booms, *IMF Staff Discussion*.
43. 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.
44. 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.
45. 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.
46. European Banking Authority, <https://www.esrb.europa.eu/pub/reports/html/index.en.html> (27.09.2020.)
47. European Banking Authority, <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy> (27.09.2020.)
48. European Banking Authority, <https://eba.europa.eu/supervisory-convergence> (27.09.2020.)
49. European Systemic Risk Board, <https://www.esrb.europa.eu/mppa/stress/html/index.en.html> (27.09.2020.)
50. European Union Law, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0059> (27.09.2020.)
51. European Union, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-and-monetary-union_en (27.09.2020.)
52. European Union, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en (27.09.2020.)
53. European Union, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb_en (27.09.2020.)
54. European Union, https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en (27.09.2020.)
55. European Union, https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-prospective-fiscal-stance-appropriate-euro-area-2020_en (27.09.2020.)
56. European Union, https://ec.europa.eu/info/publications/study-fiscal-policy-and-assessment-output-gaps-real-time-exercise-risk-management_en (27.09.2020.)
57. European Union, <https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-prospective-fiscal-stance-appropriate-euro-area-2020en> (27.09.2020.)
58. Farhi, E. Tirole, J. (2012) Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts. *American Economic Review*.
59. Flanenergy, M. (2010) Тржишна дисциплина у банкарској супервизији, *Оксфордски приручник о банкарству*, Удружење банака Србије, Београд.
60. Galati, G. and Moessner, R. (2018) What do we know about the effects of macroprudential policy? *Economica* 85, pp. 735-70.
61. Galí, J. (2010) The Monetary Pillar and the Great Financial Crisis, in: *The Great Financial Crisis, Lessons for Financial Stability and Monetary Policy*, European Central Bank.
62. Gambacorta, L. and Murcia, A. (2017) The Impact of Macroprudential Policies and Their Interaction with Monetary Policy: An Empirical Analysis Using Credit Registry Data,” *BIS Working Paper* 636 (June).
63. Goddard, J. Molyneux, P. Wilson, J. (2010) Банкарство у Европској унији, *Оксфордски приручник о банкарству*, Удружење банака Србије, Београд.
64. Gros, D. (2017) Debt forgiveness is not the solution for Greece, *Centre for European Policy Studies*.
65. Hartmann, O.B. P. Peydro, J. (2015) Sistemski rizik u bankarstvu, *Oksfordski priručnik o bankarstvu*, Udruženje banaka Srbije, Boegrad.

66. Hills, R. Lloyd, S. P. Reinhardt, D. and Sowerbutts, R. (2019) The Interaction Between Prudential Policy and Monetary Policy: Evidence from UK Banks' External Lending, Bank of England mimeo (February).
67. 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*.
68. Holló, Kremer, D. M. Lo Duca, M. (2012) CISS - A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System, *ECB Working Paper*.
69. Hubrich, K. Tetlow, R. J. (2015) Financial stress and economic dynamics: The transmission of crises, *Journal of Monetary Economics, Working Paper Series*.
70. Huixin, B. Leeper, E. Campbell, L. (2018) Sovereign Default and Monetary Policy Tradeoffs. *International Journal of Central Banking*.
71. Iannotta, G. Pennacchi, G. (2012) Bank regulation, credit ratings, and systematic risk.
72. Katarzyna, S. (2016) Post crises banking regulation in the European union – opportunities and threats, Palgrave MacMilla, e-book.
73. 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*.
74. Krugman, P. (2012). Europe economic suicide, IHT.
75. Laeven, L. Valencia, H. (2018) Systemic Banking Crises Revisited, *IMF Working Paper*.
76. Laeven, L. Valencia, F. (2013) Systemic Banking Crises Database, *IMF Economic Review*.
77. Larch, M., Kumps, D. 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 (01.10.2019.)
78. Lazarov, I. (2017) Deposit insurance in the EU: repetitive failures and lessons from across the Atlantic. *Common Market Law Review*.
79. Love, P. and Stockdale-Otárola, J. (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>.
80. Peek, J. Resengren, S. (2010) Улога банака у трансмисији монетарне политике, Оксфордски приручник за банкарство, Удружење банака Србије. Београд.
81. 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.
82. Schoenmaker, D. (2018) Building a stable Deposit Insurance Scheme. *Journal of Financial Regulation*, 4, pp. 314–320.
83. Schoenmaker, D. Wierst, P. (2011) Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework, Duisenberg School of Finance, *Policy Paper*.
84. Schuknecht, L. Moutot, P. Rother, P. Stark, J. (2011), The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform, *CESinfo DICE Report*.
85. Stiglitz, J. (2017) *Evro*, Akademska knjiga, Novi Sad.
86. Stiglitz, J. (2018) Globalizacija i njene protivrečnosti – antiglobalizacija u Tranpovoj eri, Miba books, Београд.
87. Sundaresan, S. Wang, Z. (2014) On the design of contingent capital with a market trigger. *The Journal of Finance*.
88. Talani, L. S. (2009) *The Future of EMU*, Palgrave Macmillan, New York.

89. Toporowski, J. (2012) The monetary theory of Kalecki and Minsky, Department of economics working papers series, London.
90. Trautmann, P. (2006) Camels Ratings. New York: Point Management and technology consultants, USAID/IRAQ.
91. Trichet, J.C. (2012) State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response, *Journal of Common Market Studies*.
92. Van der Ghote, A. (2018) Coordinating monetary and financial regulatory policies, *ECB Working papers*.
93. Verhelst, S. (2013) Assessing the Single Supervisory Mechanism: Passing the Point of No Return for European Banking Union. Egmont Paper.
94. Wagner, W. (2010) Diversification at financial institutions and systemic crises. *Journal of Financial Intermediation*.
95. White, H. Kim, T.H. Manganelli, S. (2010) Modeling autoregressive conditional skewness and kurtosis with multi-quantile CAViaR, in Volatility and Time Series Econometrics, *Oxford University Press*.
96. White, H. Kim, T.H. Manganelli, S. (2015) VAR for VaR: Measuring tail dependence using multivariate regression quantiles, *Journal of Econometrics*.
97. Wyplosz, C. et. la (2009) Ekonomija evropskih integracija, Data status, Beograd.
98. Алиловић, М. (2017) Анализа учинковитости каматног трансмисијског канала ЕЦБ за време и после финансијске кризе, Економски факултет, Свеучилиште у Сплиту.
99. Арсић, М. Ранђеловић, С. (2017) Економија опорезивања – теорија и политика, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
100. Беговић, Б. Мијатовић, Б. (2017) Финансијско посредовање и привредни раст, Центар за либерално демократске студије, Београд.
101. Бежеван, Ј. (2016) Проблеми монетарне трансмисије ЕЦБ и учинковитост неконвенционалне монетарне политике, Економски факултет, Свеучилиште у Сплиту.
102. Беренд, И. Т. (2009) Економска историја Европе у XX веку, Архипелаг, Београд.
103. Вулетић, М. (2018) Макропруденцијална политика, репозиторијум Економског факултета, Свеучилишта у Сплиту.
104. 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.
105. Гавриловић, М. (2018) Условљавање ММФ – институционални, економски и политички аспекти, докторска дисертација, Факултет политичких наука, Универзитет у Београду.
106. Ђњатовић, Д. (2013) Фискална интеграција у Европској унији, *Банкарство*, Београд.
107. Голубовић, С. (2007) Европска монетарна унија, институционални аспекти. Центар за публикације, Правни факултет, Ниш.
108. Голубовић, С. (2012) Фискална правила у Европској монетарној унији, Ниш, Студентски културни центар Ниш.
109. Голубовић, С. (2014) Еволуција улоге Европске централне банке у условима глобалне финансијске кризе. *Правни живот*, бр. 11. Београд.
110. Грбић, В. и др, (2013) Финансирање и заједничке политике ЕУ, ИМПП, Београд.
111. Димитријевић, Б. Целетовић, М. (2016) Economic effects of Brexit – preliminary cost-benefit analysis, *The Review of International Affairs*.
112. Думичић, К. (2015) Кратак увид у макропруденцијалне политике, ХНБ, Загреб.

113. Думичић, К. (2017) Макропруденцијална дијагностика, ХНБ, Загреб.
114. Ђукић, Ђ. (2016) Кретање каматних стопа у зони евра И ефекти на привреду Србије, монографија Економска политика Србије у 2016. Години, Економски факултет, Београд.
115. Ђукић, Ђ. (2015) Ефекти антикризне монетарне политике развијених земаља на привреду Србије, монографија Економска политика Србије у 2015 години, Економски факултет, Београд.
116. Ђукић, Ђ. (2016) Последице дивергентних монетарних политика високо развијених индустријских земаља на светском и локалном нивоу, *Зборник матице српске за друштвене науке*, Нови Сад.
117. Ђукић, Ђ. (2016) Централна банка и финансијски систем (четврто измењено и допуњено издање), Универзитет у Београду, Економски факултет, центар за издавачку делатност, Београд.
118. Ђукић, Ђ. (2019) Светска финансијска криза – 10 година после. Економски факултет у Београду, Центар за издавачку делатност, Београд.
119. Ђуровић-Тодоровић, Ј., Ђорђевић, М. (2011) Монетарна стратегија, Економски факултет Универзитета у Нишу.
120. Енгелс, В. (2000) Капитализам и његове кризе, Архипелаг, Београд.
121. Живковић, А. Кожегинац, Г. Поповић, С. (2019) Монетарна економија, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
122. Живковић, А. Лакић, С. Ристић, К. (2019) Монетарни менаџмент, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд.
123. Жугић, Р. Фабрис, Н. (2010) Финансијска стабилност као циљ централних банака, ЦБЦГ, Подгорица.
124. Јанковић, М. (2018) Изазови регулације хипотекарних тржишта, Београдска банкарска академија, Факултет за банкарство, осигурање и финансије, Београд.
125. Јанцаи, М. Стакић, М. (2014) Нестандардне мере монетарне политике, *Банкарство*, Удружење банака Београд.
126. Јемовић, М. и Крстић, Б. (2015) Компаративна анализа политике финансијске стабилности НБС и ЕЦБ, *Економске теме*, Ниш.
127. Јовановић, М. (2006) Европска економска интеграција, Економски факултет, стр. 77, Београд.
128. Ковачевић, Р. (2012) Међународно тржиште капитала – савремене тенденције, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
129. Комазец, С. Петровић, Д. (2014) Глобална монетарна криза и нови геополитички и финансијски односи у свету, Институт за међународну политику и привреду, Београд.
130. Кондић, С. Рајчевић, П. (2013) Креирање нове финансијске архитектуре ЕУ у циљу превазилажења кризе, *Банкарство* 4, УБС, Београд.
131. Крагуљ, Д. Милићевић, Д. (2005) Економија – Увод у економску анализу, микро-економија и макроекономија, страна 404. Макарије, Београд.
132. Крстић, Б. и др. (2010) Актуелне контроверзе о надлежностима централне банке у односу на њене традиционалне функције, *Економске теме*, Ниш.
133. Крстић, Б. Маринковић, С. (2017) Финансијски систем и финансијске институције, Економски факултет, Ниш.
134. Кругман, П. (2008) Повратак економије депресије, HELIX, Смедерево.

135. Лакић, С. (2009) Финансијска криза – дебаланс ризичних профила, *Montenegrin Journal of Economics*.
136. Ласић, М. (2009). Еуропска унија – настанак, стратегијске недоумице и интеграцијски домети, Библиотека University Book, Сарајево.
137. Марковић, Д. Фуртула, С. (2011). Стабилност банкарског сектора у ЕМУ, *Банкарство*, УБС, Београд.
138. Махмутовић, Х. Таловић, С. (2014), Либерализација економских токова као битна детерминанта савремене глобализације: неки теоретски погледи и аргументи, *Транзиција*, Економски факултет, Тузла.
139. Митровић, М. Финансијска стабилност у отвореним привредама, докторска дисертација, 2013, ФЕФА, Универзитет Сингидунум.
140. Момировић, Д. (2013) Суверена дужничка криза и улога Европске централне банке, Финансије, Министарство финансија Републике Србије.
141. Момировић, Д. (2014) Нестандардна монетарне политика ЕЦБ – макроекономски ефекти И излазна стратегија, *Банкарство*, УБС, Београд.
142. Муратовић, Х. (2011) Монетарна и фискална политика Европске уније, Примус, Градишка, РС.
143. Остојић, С. (2009) Основи монетарне економије, Дата Статус, Београд.
144. Петровић, Б. П. (2014) Међународне финансије у новој архитектури, Институт за међународну политику и привреду, Београд.
145. Петровић, П. и Живковић, А. (2010) Финансијска криза и формирање Европског монетарног фонда – треба ли мењати Европски споразум, Међународна политика, Институт за међународну политику и привреду, Београд
146. Петровић, П. Ристић, К. (2018) Јединствени механизам санације банака, Европско законодавство, Институт за међународну политику и привреду, Београд.
147. Поповић, С. (2013) Монетарна политика Европске централне банке и њене последице на процес конвергенције, докторска дисертација, Економски факултет, Београд.
148. Поповић, С. (2014) Финансијска стабилност и централна банка, Економски факултет, Београд (доступно на интернету).
149. Поповић-Петровић, И. Бјелић, П. (2018) Европска трговинска интеграција, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
150. Прокопијевић, М. (2009) Увод у Европску унију, Службени гласник, Београд.
151. Прокопијевић, М. (2012) Европска унија, Чигоја штампа, Београд.
152. Радоњић, О. (2016) Криза у еврозони: најскупљи развод на свету, ХЕРА еду, Београд, Инстант system, Београд.
153. Радосављевић, Р. Васиљевић, Б. (2019) Финансијска интеграција Европске Уније и финансијско тржиште Србије, Рацио, Београд.
154. Ристић, К. и други (2014) Криза, неолиберализам и макроекономски менаџмент, Зборник радова: Од кризе према развоју, Универзитет за пословне студије, Бања Лука.
155. Ристић, Ж. Комазец, С. (2013) Међународне јавне финансије и буџетска политика Европске уније, Етностил, Београд.
156. Ристић, К. (2014) Postcrisis macroeconomic policy and management, Thematic proceedings: Entrepreneurship and innovations as preconditions for economic development, Faculty of Economics, Podgorica, Montenegro.

157. Ристић, К. (2016) Existential paradox of EU economy, Scientific conference: Europe and Asia: Economic integration prospects, Belgrade Banking Academy, Belgrade, Proceedings CEMAFI International Association.
158. Ристић, К. (2016) Институционална криза и финансијска стабилност ЕУ, Јахорински пословни дани, Економски факултет Пале, Универзитет у Источном Сарајеву.
159. 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 Едуконс, Нови Сад
160. Ристић, К. (2018) Економска и финансијска политика Европе, Институт за финансије и макроекономску политику, Етностил, Београд.
161. Ристић, К. (2018) Финансијска глобализација, Институт за финансије и макроекономску политику, Етностил, Београд.
162. Ристић, К. Живковић, А. (2018) Структурни проблеми ЕУ И изазови финансијске стабилности, Јахорински пословни форум, Економски факултет Пале, Универзитет у Источном Сарајеву.
163. Ристић, К. Живковић, А. Трнавац, Д. (2018), Review of previous methodological challenges to measuring efficiency of the transmission mechanism of monetary policy and their contemporary reality today, Quantitative method in economics, Faculty of economics, University of Belgrade.
164. Ристић, К. Милошевић, А. Марјановић, Н. (2017) Controversies and contractually economy of EU, International scientific conference; Contemporary approaches in the analysis of economic performances, Faculty of economics, University of Niš.
165. Ристић, К. Миљковић, Љ. Клинцов, Т. (2017) Финансијски и банкарски менаџмент ЕУ, часопис Пословне студије, Универзитет за пословне студије, Бања Лука.
166. Scherf, G. (2012) Financial stability policy in the Euro Zone: The political economy of national banking regulation in an integrating monetary union, Springer Gabler, Berlin.
167. Стевовић, М. (2018) Економски сценарио и финансијска индустрија у ЕУ27 и УК после Брежита, FBIM Transaction, Пословни и правни факултет, Београд.
168. Степановић-Петрач, Ж. (2008) Карактер текуће финансијске кризе САД и могуће глобалне последице". Расправе и чланци.
169. Стојанов, Д. Драшковић, В. Лакић, С. Драшковић, М. (2014) Макроекономске теорије и политике у глобалној економији – донети, изазови и перспективе, „ЕЛИТ“, Подгорица.
170. Тодић, Д. и др. (2014) Придруживање Европској унији и одрживи развој, ИМПП, Београд.
171. Тошић, И. (2019) Развој система осигурања депозита на нивоу Европске уније – изазови и препоруке за унапређење система, Страни правни живот, Институт за упоредно право, Београд.
172. Фуртула, С. Марковић, Д. (2010) Монетарни систем Европске уније, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац.
173. Чаушевић, Ф. (2004) Финансијска глобализација и економски суверенитет, часопис Социологија, Београд
174. Чаушевић, Ф. (2015) Глобална криза 2008 и Кејнесова општа теорија, Економски факултет, Сарајево.
175. Целетовић, М. Милошевић, М. (2010) Неадекватно вођење монетарне политике ФЕД-а као један од узрока настанка светске финансијске кризе, Пословна економија.
176. Целетовић, М. Шубара, Љ. (2017) Евро и монетарна интеграција Европе, Институт за међународну политику и привреду, Београд.

177. Џомбић, Ј. И. (2010) Европска унија – Прошлост, садашњост, будућност, Сарајево.
178. Шошкић, Д. (2015) EU Banking Union: Lessons for non-eurozone transition countries. Industry 43-7668, The Institute of Economics, Belgrade.
179. Шубара, Љ. (2016) Теоријске и институционалне основе развоја и реформи монетарне интеграције Европске уније, докторска дисертација, Факултет политичких наука, Београд.

БИОГРАФИЈА АУТОРА

Мр Кристијан Ристић је рођен 07.01.1976. године у Београду. У родном месту завршио је основну и средњу школу као носилац Вукове дипломе. Основне академске студије завршио је на Економском факултету у Београду 2002. године са просечном оценом на студијама 9,55. Магистарску тезу под називом „Буџетска равнотежа и економска стабилност“ одбранио је на Факултету за менаџмент Универзитета „Браћа Карић“ у Београду 2009. године. Школске 2017/2018. године уписао је докторске академске студије на Економском факултету Универзитета у Нишу, на смеру Финансије и банкарство.

У својој професионалној каријери, кандидат је био радно ангажован у Комерцијалној банци (од 2004-2011. године) и Банка Интези (од 2011-2012. године) на пословима управљања људским ресурсима, стратешког планирања и оптимизације пословне мреже. Активан је члан Центра за едукацију и образовање и *Bank fining*-а при Удружењу банака Србије, професионални предавач и тренер из области продаје банкарских производа, као и интерни тренер по EBRD методологији. Од школске 2012/2013. године кандидат је ангажован на Универзитету за пословне студије у Бања Луци и на Универзитету Унион у Београду, где је ангажован на групи предмета из уже научне области: Монетарна економија и банкарство и Фискална економија. Научно поље истраживања кандидата су монетарне и јавне финансије, банкарство, економија и финансије ЕУ, одрживи развој, економске доктрине и макроекономска теорија и политика. Активан је учесник бројних међународних и националних научних скупова и конференција, као рецензент и излагач. До сада је објавио више десетина научних радова.



Универзитет у Нишу
Економски факултет

ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом *Утицај финансијске кризе на институционализацију нове архитектуре финансијске стабилности Европске уније*, која је одбрањена на Економском факултету Универзитета у Нишу:

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да ову дисертацију, ни у целини, нити у деловима, нисам пријављиво на другим факултетима, нити универзитетима;
- да нисам повредио ауторска права, нити злоупотребио интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, који су у вези са ауторством и добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу,
27. 10. 2020. године

Аутор дисертације: мр Кристијан Ристић

Потпис аутора дисертације



Универзитет у Нишу
Економски факултет

**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ ОБЛИКА
ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Име и презиме аутора: **мр Кристијан Ристић**

Наслов дисертације: *Утицај финансијске кризе на институционализацију нове
архитектуре финансијске стабилности Европске уније*

Ментор: **Доц. др Мирјана Јемовић**

Изјављујем да је штампани облик моје докторске дисертације истоветан
електронском облику, који сам предао за уношење у Дигитални репозиторијум
Универзитета у Нишу.

У Нишу,
27. 10. 2020. године

Аутор дисертације: мр Кристијан Ристић

Потпис аутора дисертације



Универзитет у Нишу
Економски факултет

ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да, у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, унесе моју докторску дисертацију, под насловом: *Утицај финансијске кризе на институционализацију нове архитектуре финансијске стабилности Европске уније.*

Дисертацију са свим прилозима предао сам у електронском облику, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons), за коју сам се одлучио.

1. Ауторство (CC BY)
2. Ауторство – некомерцијално (CC BY-NC)
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде (CC BY-NC-ND)
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима (CC BY-NC-SA)
5. Ауторство – без прераде (CC BY-ND)
6. Ауторство – делити под истим условима (CC BY-SA)

У Нишу,
27. 10. 2020. године

Аутор дисертације: мр Кристијан Ристић

Потпис аутора дисертације