

UNIVERZITET U NIŠU
PRAVNI FAKULTET

Evolucija uloge Evropske centralne banke
u uslovima globalne finansijske krize

(Master rad)

Mentor
Prof.dr.Srđan Golubović

Student
Marija Đenić
br.indexa:MO33/14-O

Niš, 2015.godina

SADRŽAJ

UVOD	1
-------------------	---

PRVI DEO

USTAVNI POLOŽAJ EVROPSKE CENTRALNE

BANKE	5
--------------------	---

1.Pravni status Evropske centralne banke.....	6
---	---

1.1.Nezavisnost.....	10
----------------------	----

1.2.Transparentnost i odgovornost.....	15
--	----

2.Ciljevi i zadaci Evropske centralne banke.....	18
--	----

3.Instrumenti monetarne politike.....	20
---------------------------------------	----

3.1.Operacije na otvorenom tržištu.....	21
---	----

3.2.Stalne olakšice.....	24
--------------------------	----

3.3.Kreditne rezerve.....	25
---------------------------	----

4.Regulatorna uloga Evropske centralne banke.....	29
---	----

DRUGI DEO

GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA I FUNKCIONISANJE

EVROPSKE MONETARNE UNIJE U USLOVIMA KRIZE ..	32
---	----

5.Nastanak globalne finansijske krize.....	33
--	----

5.1.Pojam i uzroci finansijske krize.....	33
---	----

5.2.Poreklo i uzroci aktuelne finansijske krize.....	35
--	----

6.Prelivanje krize na evropsko tržište.....	39
---	----

7. Mere za rešavanje dužničke krize.....	44
--	----

7.1.Finansijska pomoć i reforme.....	45
--------------------------------------	----

7.2.Institucionalne reforme.....	51
----------------------------------	----

TREĆI DEO

EVOLUCIJA ULOGE EVROPSKE CENTRALNE

BANKE58

8.Uticaj finansijske i dužničke krize na monetarnu politiku ECB.....59

8.1.Mehanizam transmisije monetarne politike u EMU.....59

8.2.Odgovor ECB na krizu.....62

9.Bankarska unija i uloga ECB u njenom funkcionisanju.....71

10.Uloga Evropske centralne banke kao zajmodavca u poslednjoj instanci.....78

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....85

POPIS KORIŠĆENE LITERATURA.....87

POPIS OSTALE ISTRAŽIVAČKE GRAĐE.....90

ELEKTRONSKI IZVORI91

SAŽETAK.....92

ABSTRAKT.....94

BIOGRAFIJA.....96

UVOD

Monetarno ujedinjenje Evropske Unije i uvođenje zajedničke valute, predstavlja krunu evropskih integracija. Njeno formiranje podrazumevalo je nastanak nadnacionalne institucije koja bi utvrđivala i sprovodila monetarnu politiku na nivou čitave unije, što dovodi do osnivanja Evropskog sistema centralnih banaka. Evropski sistem centralnih banaka sastoji se od Evropske centralne banke i nacionalnih centralnih banaka država članica. Evropske centralna banka osnovana je 30. juna 1998.godine u Frankfurtu. Najmlađa je centralna banka na tlu unije, ali kao supranacionalna ustanova ima veliki kredibilitet, daje pečat globalnim finansijskim tokovima, upravlja operacijama međunarodne razmene kapitala, obezbeđuje cenovnu stabilnost i putem nadzora doprinosi sigurnosti bankarskog sistema. Možemo je okarakterisati kao "banku banaka" zemalja članica Evropske Unije.

Evropska centralna banka je institucija Evropske Unije, pa je njeno delovanje uređeno komunitarnim zakonodavstvom. Detaljno su propisani ciljevi i zadaci, kao i instrumenti kojima se ECB služi u sprovođenju monetarne politike. Primarni cilj jeste obezbeđivanje stabilnosti cena.

Sve do 2007. godine ECB je bila uspešna u ostvarivanju svojih zadataka, međutim globalna finansijska kriza, kulminirala je 2008.godine i pokazala da Evropska monetarna unija nije institucionalno konzistentna budući da se centralizovana monetarna politika kombinovala sa decentralizovanom fiskalnom politikom.

Nastala kriza razotkrila je sistemske slabosti Evropske monetarne unije, i sam koncept monetarne politike nije odgovarao izazovima krize. Evropska centralna banka je insistirala na očuvanju stabilnosti cena, dok su ostali ciljevi bili tome podređeni, naročito rast i zapošljenost. Iako je uspostavljena jedinstvena monetarna politika, državama članicama je ostavljena nezavisnost fiskalne politike, a to je značilo da nacionalne vlade mogu na različite načine odgovarati na nastale šokove putem fiskalne politike. Međutim, države juga su vodile preterano ekspanzivnu politiku, što je dovelo do velikog deficita platnog bilansa i deficita budžeta, kao i otežanom servisiranju obaveza po osnovu istih. Razlike u produktivnosti i troškovima rada su jačale razliku u

konkurentnosti, pa se kristališe podela na „bogati sever“ i „siromašni jug“ Evrope. Na finansijskim tržištima dolazi do približavanja kamatnih stopa na suvereni dug država članica, uprkos njihovim makroekonomskim razlikama. Nedostaci u institucionalnim okvirima EMU ukazivali su na neophodnost preduzimanja sveobuhvatnih reformi. Preduzete su mnogobrojne aktivnosti od kojih poseban značaj imaju paket šest mera i Fiskalni sporazum, od koga se očekivalo da obezbedi fiskalnu konsolidaciju i ojača fiskalnu disciplinu država članica. Reagovalo se i putem finansijskih mera i formiranjem fondova pomoći za ugrožene države.

Kulminacija krize je uticala i na promenu uloge Evropske centralne banke. Ona je sve više morala da, pored svog primarnog cilja-stabilnost cena, posvećuje pažnju finansijskoj stabilnosti. Zbog opasnosti od prekida procesa monetarne transmisije, ECB je bila prinuđena da odstupa od nekih osnovnih principa i deluje kao zajmodavac u poslednjoj instanci za banke i druge finansijske institucije, a morala je i da reaguje na tržištu javnog duga, kako usled nastale situacije ona ne bi ostala zatvorena za pojedine države. Sve to je značilo primenu nestandardnih mera monetarne politike radi obezbeđivanja potrebne likvidnosti i intervencija na tržištu državnih obveznica.

Globalna finansijska kriza ukazivala je i na ozbiljne nedostatke u sistemu regulacije i nadzora banaka i ostalih finansijskih institucija, što podstiče države članice na uspostavljanje jake makroprudencionalne kontrole i formiranje bankarske unije 2012. godine. Nastale promene uticale su i na Evropsku centralnu banku kojoj su data velika ovlašćenja u bankarskoj superviziji. Predviđena su ovlašćenja nadzora i preduzimanja aktivnosti prema gotovo 6000 banaka u Evropskoj Uniji.

Predmet master rada je istraživanje uzroka i pravaca promene uloge Evropske centralne banke u uslovima globalne finansijske krize. Kao odgovor na globalnu, a kasnije i dužničku krizu u Evropskoj monetarnoj uniji uloga Evropske centralne banke (ECB) tokom vremena evoluirala. Evolucija uloge ECB zahvatila je gotovo sve aspekte njenog delovanja, obogaćujući postojeći institucionalni okvir novim ciljevima, funkcijama, ali i uvođenjem novih instrumenata, što ukazuje na značaj istraživanja ove teme. Istraživanje ima za cilj da ukaže da je, u uslovima nesavršenosti institucionalnih rešenja monetarne unije, Evropska centralna banka bila jedina institucija Evropske unije sposobna da pravovremeno reaguje na izazove dužničke krize.

Struktura rada prilagođena je predmetu i cilju istraživanja. Rad se sastoji od uvoda, tri dela (1.Ustavni položaj Evropske centralne banke, 2. Globalna finansijska kriza i funkcionisanje Evropske monetarne unije u uslovima krize i 3.Evolucija uloge Evropske centralne banke) i zaključka.

U prvom delu, polazeći od Lisabonskog ugovora i Statuta ESCB i ECB, analizira se položaj ECB.Posebna pažnja posvećeba je ciljevema i zadacima, za čiju realizaciju je ECB odgovorna .Predmet razmatranja su i najvažniji instrumenti monetarne politike koji su stavljeni na raspolaganje centralnoj banci Evropske monetarne unije. U okviru ovog rada analizira se i sadržaj regulatorne uloge ECB.

Drugi deo je posvećen globalnoj finansijskoj krizi i njenom uticaju na Evropsku monetarnu uniju. U tom smislu, najpre se razmatraju uzroci nastanka krize i njenog širenja i prerastanja u dužničku krizu evrozona. U nastavku se sagledavaju aktivnosti Evropske Unije preduzete u cilju prevladavanja krize, posebno sadržina institucionalnih promena (paket šest mera i Fiskalni sporazum) preduzetih u cilju reafirmacije fiskalne discipline država članica.

U trećem delu se sagledavaju pravci promena uloge Evropske centralne banke, nastalih kao odgovor na dužničku krizu. Od institucije koja je u fokusu imala pre svega stabilnost cena, centralna banka se transformiše u instituciju koja gotovo jednaku važnost pripisuje finansijskoj stabilnosti. U okviru ovog dela, ukazuje se na proširenje funkcija ECB (funkcija zadmodavca poslednje instnce i makroprudenciona kontrola ali i uvođenje nestandardnih instrumenata monetarne politike, koji odstupaju od dosadašnje prakse ove monetarne institucije i na granici su okvira definisanih pravom Evropske unje). S obzirom na definisane okvire istraživanja, master rad polazi od osnovne istraživačke hipoteze da je u uslovima strukturnih slabosti Evropske monetarne unije, ali i nesavršenosti institucionalnih rešenja (pre svega odsustvo fiskalne i bankarske unije), prevladavanje dužničke krize moglo biti ostvareno primenom mera koje nužno podrazumevaju evoluciju uloge Evropske centralne banke. U periodu koji je prethodio krizi, uloga ECB bila je svedena na nezavisnu instituciju koja vodi monetarnu politiku i brine primarno o stabilnosti cena. Sa izbijanjem globalne finansijek krize i njenim prelivanjem na evrozonu, ECB dobija kvalitativno novu ulogu i to kako u pogledu ciljeva i funkcija, tako i u pogledu instrumenata montarne politike.

U obradi predmeta master rada korišće se odgovarajući pravni izvori, kao i domaća i strana literatura. Istraživanje navedene teme, pored univerzalnih metoda istraživanja (analitičko-sintetički i deduktivno-induktivni metod), podrazumeva primenu pravno-dogmatskog i pravno-normativnog metoda. U delu u kome se sagledava uticaj globalne finansijske krize na Evropsku monetarnu uniju biće korišćen i statistički metod

PRVI DEO

USTAVNI POLOŽAJ EVROPSKE CENTRALNE BANKE

I PRAVNI STATUS EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Evropska centralna banka zauzima središnju poziciju u okviru Evropskih sistema centralnih banaka i centralna je institucija monetarne politike. Ona tu politiku sprovodi delom samostalno, a delom preko Evropskih sistema centralnih banaka. Početni kapital iznosio je 5 milijardi eura, a njemu je pridodato i oko 40 milijardi eura deviznih rezervi. Obe vrste sredstava osigurale su zemlje članice evrozone, proporcionalno njihovom BDP-u.

Osnivanje Evropske centralne banke predviđeno je Ugovorom o osnivanju Evropskih zajednica (Treaty establishing the European Community), a danas Lisabonski ugovor (kome je pridodat u vidu protokola, Statut ESCB i ECB (Statute of the European System of Central banks and of the European Central bank)). Evropska centralna banka, prema članu 282 Lisabonskog ugovora¹, ima potpuni pravni subjektivitet, što znači da ima status pravnog lica za razliku od ESCB. U svakoj državi članici uživa najveći pravni status koji se nacionalnim zakonodavstvom može priznati pravnom licu. S obzirom da ESCB nema svojstvo pravnog lica ECB, tj. njeni organi donose relevantne odluke i odgovorni su za njihovo sprovođenje. ECB ima pravo da stiče i otuđuje pokretnu i nepokretnu imovinu, bude stranka u postupku. Kontroluje izvršavanje zadataka ESCB i zadataka poverenih nacionalnim centralnim bankama.

Prema odredbama Ugovora o EU, ECB nije eksplicitno uključena u organizacionu strukturu, ali je 1998. godine konačno dobila status institucije EU, međutim same odredbe komunitarnog prava nisu precizirale taj status u dovoljnoj meri. Naime prema osnivačkim ugovorima nema status glavnog organa, ali ima status komuniterne institucije. Ugovori iz Amsterdama i Nice preuzimaju načelnu odredbu o njenom osnivanju, dok se detaljna pravila o organizaciji, radu i zadacima nalaze u delu ugovora koji je posvećen ekonomskoj i monetarnoj politici i Statutu koji je usvojen kao poseban protokol. Bitnije izmene nisu primećene ni u Ugovoru o ustavu za Evropu. U teoriji tako nalazimo na

¹Treaty on the functioning of the European Union, Consolidated version OJ, 83, 2010

različite termine kojima se označava ECB, odnosno njen status u Evropskoj Uniji: "institucija Zajednice", "organ zajednice", "kvazi-institucija", "telo Zajednice", "Zajednica unutar Zajednice", "nezavisni akter unutar Evropske Unije", itd (Ziliolia, Selmayr, 2001:7).

ECB nije bila uvršćena u institucionalnu strukturu EU, pa se javljaju teorijske rasprave o njenom statusu. Ona je sa jedne strane posmatrana kao organ Zajednice, imajući u vidu da je stvorena zarad ostvarivanja ciljeva i zadataka na polju ekonomske i monetarne unije. Tako da nesumljivo mora pripadati institucionalnom okviru. Sa druge strane, posmatrana je kao "Zajednica unutar zajednice", ili "četvrti stub Zajednice", pre svega zbog njenog specifičnog položaja, a naročito nezavisnosti.

Odlukom Evropskog suda pravde u slučaju **OLAF** odlučeno je da ECB, nedvosmisleno spada u institucije EU, pri tom su određene granice i elementi njene nezavisnosti. Evropska komisija je pokrenula spor protiv ECB zbog osporavanja nadležnosti Evropske agencije za suzbijanja prevara (OLAF). Ovu agenciju je EK formirala zarad kontrole upotreba sredstava od strane institucija EU.

Ovom presudom posebno se navodi da Evropska centralna banka:

- a) poseduje status pravnog lica,
- b) ima sopstvene organe odlučivanja,
- c) raspolaže sopstvenim sredstvima i budžetom,
- d) uživa privilegije i imunitete neophodne za obavljanje zadataka koji su joj povereni.

Lisabonskim ugovorom 2007. godine sprovedena je institucionalna reforma, čime su uklonjene nedoumice i ECB je uključena u sastav glavnih institucija, pored Evropskog saveta, Saveta, Komisije, Evropskog parlamenta, Suda pravde i Revizorskog suda.

Njen položaj preciziran je u poglavlju 6, članovima 282, 283 i 283 (TFEU).

Potvrđen je status pravnog lica, njena nadležnost u utvrđivanju monetarne politike, nezavisnost u odnosu na ostale organe, tela i agencije EU, te deklarirana prava i dužnosti, savetodavna uloga i sastav organa. Lisabonskim ugovorom data je i eksplicitna definicija Eurosistema. Statutom je potvrđena najšira pravna sposobnost kao i aktivna i pasivna parnična sposobnost. Osim toga, Statutom ESCB-a i ECB-a i posebnim Protokolom o privilegijama i imunitetima Evropske unije², utvrđeno je da ECB uživa one privilegije i

² Protokol on the privileges and immunities of the European Union, OJ C 310/2004

imunitete koji su joj potrebni za ostvarivanja funkcija, pod uslovima propisanim tim protokolom.

Osim Protokola kao osnova uređenja privilegija i imuniteta, značajan je i Ugovor o sedištu ECB sa Nemačkom³. Ovaj ugovor usklađen je sa odredbama Bečke konvencije o diplomatskom osoblju(1961), Bečke konvencije o konzularnom osoblju(1963) i Konvencije o specijalnim misijama(1969). Ugovorom o sedištu garantuje se nepovredivost prostorija iz kog proističe pravo sa ECB na svojim prostorijama i vozilima istakne zastavu i grb. Nemačka je dužna da se uzdrži od ugrožavanja nepovredivosti, ali i da preduzme aktivne mere u srečavanju bilo kakvog nasrtaja ili ugrožavanja službenih prostorija. Garantovana je nepovredivost arhive i posebno istaknuto da službena korespondencija neće biti cenzurisana.

Predviđena su izuzeća od jurisdikcije SR Nemačke u pogledu poreza, utvrđene carinske olakšice, i izuzeće od zakona kojim se uređuje nacionalno tržište kapitala, čime je ECB oslobođena nadzora nacionalnih organa i obaveze da traži dozvolu za rad i poslovanje. Što se tice privilegija i imuniteta članova organa ECB-a i njenih službenika – propisano je da članovi Izvršnog odbora uživaju privilegije, imunitete i olakšice koje uživaju diplomatski predstavnici akreditovani u Nemačkoj, u skladu sa Bečkom konvencijom o diplomatskim odnosima(Obradović,2010:151). Zarad ostvarivanja privilegija i imuniteta ECB je dužna da obavesti Nemačku o zasnivanju i prestanku radnog odnosa, kao i da jednom godišnje dostavlja spisak zaposlenih. Sa druge strane Nemačka se stara o izdavanju ličnih isprava zaposlenima ECB, kao i članovima porodice koji sa njima žive u istom domaćinstvu. Dalje, utvrđeno je i pitanje odricanja od ovih imuniteta. ECB ima teritorijalnu i personalnu jurisdikciju, ali u okvirima svojstvenim međunarodnim organizacijama. Ugovorom o sedištu se navodi poseban režim zemljišta, na kojoj se nalaze prostorije ECB, radi nesmetanog funkcionisanja. Personalna jurisdikcija ECB manifestuje se u ovlašćenjima koja ima u odnosu na svoje službenike. Ona se pre svega odnosi na disciplinske mere koje ova banka izriče tim službenicima, kao i na prestanak radnog odnosa. Radni odnos sa zaposlenima se može raskinuti na osnovu obrazložene odluke Izvršnog odbora i u tačno propisanim situacijama.

³ Agreement between the Government of the Federal Republic of Germany and the ECB, 1998

Protokol o Statutu Evropskog sistema centralnih banaka i Evropske centralne banke, pridodat Ugovoru o osnivanju Evropske zajednice iz 1992. godine, uređuje strukturu organa, koja je 2007. potvrđena Lisabonskim ugovorom.⁴ Osnovni organ jeste Upravni savet (Savet guvernera) kome je povereno formulisanje zajedničke monetarne politike, definisanje opštih načela, utvrđivanje eskontne kamatne stope i visine deviznih rezervi. Sastoji se od članova Izvršnog odbora, koji se biraju na osam godina i guvernera nacionalnih centralnih banaka. Odluke se donose većinom glasova, a u slučaju istog broja presudan je glas predsednika ECB, koji predsedava sednicama Saveta i Izvršnog odbora. U pogledu glasanja doslovno je sproveden princip "jedan čovek jedan glas", što znači da svaki član Saveta ima jedan glas nezavisno od ekonomskih uslova svake zemlje članice. Sastanci se održavaju 10. puta godišnje i imaju karakter poverljivosti. Javnosti se iznose na uvid podaci koje odredi Savet. Izvršni odbor jeste realizator monetarne politike koju koncipira Savet. Njegove osnovne funkcije su: sprovođenje monetarne politike u skladu sa smernicama i uputstvima Upravnog Saveta. Pri tome može davati neophodna uputstva nacionalnim centralnim bankama. Pored toga, može imati određene nadležnosti gde

Upravni Savet odluči. Takođe, Izvršni odbor je nadležan za pripremanje sastanaka Saveta. Treći organ jeste Generalni Savet u čiji sastav pored predsednika i potpredsednika ECB ulaze preostala četiri člana Izvršnog odbora, ali bez prava glasa kao i predsednici nacionalnih centralnih banaka. Ovaj organ radi na osnovu posebnog pravilnika i njegove osnovne nadležnosti jesu realizacija zadataka preduzeta od Evropskog monetarnog instituta. Evropska centralna banka ima oko 1350 zaposlenih, ESCB čak 70000. Prvi predsednik bio je Van Dozemberg, u mandatu 1998-2003., drugi Zanklud Trise, a sadašnji predsednik je Mario Dragi sa mandatom do 2019. godine.

Nacionalne centralne banke sastavni su deo ESCB, a njihovi guverneri ulaze u sastav Saveta guvernera. Dužne su da deluju i sprovode monetarnu politiku u skladu sa uputstvima i smernicama ECB. Države članice bile su obavezne da usklade svoje

⁴ Protokol on the Statute of the European system of central banks and of the European Central Bank, OJ C 191, 1992, page 2-5

zakonodavstvo koje se odnosi na nacionalne centralne banke, uključujući i njihov statut sa Ugovorom i Statutom.

1.1. Nezavisnost

”Centralna banka je osnovna finansijska institucija monetarnog sistema, koja vodi monetarno-kreditnu politiku i brine o stabilnosti ukupnog bankarskog sistema”(Golubovic,2010:178). Dakle, to je specijalna finansijska institucija nadležna za vođenje monetarne politike. Osnovni preduslov za uspešno obavljanje njene funkcije jeste nezavisnost. U teoriji se pravi razlika između stvarne i formalne nezavisnosti. ”Stvarna nezavisnost ne zavisi samo od zakonskog statusa, već i od različitih formalnih i neformalnih institucionalnih aranžmana, poput režima deviznog kursa, mogućnosti da se banka efektivno angažuje na operacijama na otvorenom tržištu, položaja fiskalne politike i postojanja eksplicitnih institucionalnih aranžmana (van regulative), što čini stabilnost cena prepoznatljivim ciljem centralne banke” (Cukierman,2007:4).

Formiranjem Evropske monetarne unije države članice gube suverenost u monetarnoj sferi i prenose nadležnost za vođenje monetarne politike na Evropski system centralnih banaka, a njihove centralne banke postaju deo kolektivnog tela koje koncipira i stara se o implementaciji jedinstvene monetarne politike. Još pre stvaranja EMU izražavaju se nesigurnosti pojedinih zemalja u pogledu samostalnog vođenja monetarne politike, uzrokovane velikom međusobnom povezanošću njihovih ekonomija i slobodnog prometa kapitala. Ističe se veliki uticaj Bundesbanke i težina glasa njihovog guvernera u odnosu na ostale. Naime, zbog lošeg iskustva pojedinih zemalja članica sa inflacijom, Nemačka, kao najmoćnija država EU, insistirala je na nezavisnosti monetarnih vlasti.

Centralizacija monetarne sfere Evropske unije izvršena je Ugovorom iz Maastrichta kada je uspostavljena struktura ESCB I ECB, koja je određena za nosioca monetarne politike sa jasno definisanim zadacima i nezavisnošću. Nezavisnost kao osnovni princip savremenog bankarstva, neophodan je za uspešno sprovođenje svih aktivnosti ECB. Osnovni zadatak ove institucije jeste održavanje stabilnog nivoa cena. Međutim

ostvarivanje datog cilja od strane bilo koje centralne banke podrazumeva aktivnost u dužem vremenskom okviru, a političari se radije opredeljuju za kratkoročne ciljeve zarad sopstvene koristi i reizbora, te stoga mogu vršiti pritisak na centralnu banku. Iz ovog razloga poveravanje monetarne politike treba uputiti politički neutralnom organu, nezavisnom od izbora i sa dužim mandatom delovanja. Tako nezavisna institucija kao osnovna monetarna vlast ima primarnu ulogu na monetarnom polju, i anulira uticaj izbornog perioda na donosenje vitalnih odluka.

Da bi se izbegao uticaj političke sfere na odluke o monetarnoj politici, institucionalna struktura je koncipirana tako da čuva nezavisnost Evropske centralne banke. Koncipirana po uzoru na Nemačku centralnu banku, načelo nezavisnosti podrazumeva da je centralna banka vrhovna monetarna vlast koja ima takav status u zakonodavstvu koji joj osigurava samostalnost u vođenju monetarne politike.

Zabranjeno je monetarno finansiranje budžetskih deficita, a dug mandat(8godina) i restriktivne odredbe o smenjivanju, trebaju da obezbede licnu nezavisnost u radu funkcionera ECB. Primarnim zakonodavstvom EU regulisana je nezavisnost ECB, čime je podvučen njen opšti značaj. Prema član 130 Ugovora o EU⁵,raniji član 108 i član 7 Statuta nezavisnost Evropske centralne banke obuhvata nezavisnost u vršenju nadležnosti i obavljanju poslova i dužnosti prenesenih ugovorima i Statutom ESCB i ECB, ni Evropska centralna banka, niti nacionalna banka, niti bilo koji član njihovih organa odlučivanja, ne sme traziti, niti primati uputstva od institucija, organa, službi ili agencija Unije, od bilo koje vlade drzave članice ili bilo kog drugog organa. Institucije, organi, službe i agencije Unije, kao i vlade država članica obavezuju se da će poštovati ovo nacelo i da neće nastojati da utiču na članove organa odlučivanja Evropske centralne banke, ili nacionalnih centralnih banaka u obavljanju njihovih poslova.

Opšti koncept nezavisnosti se u teoriji deli na četiri glavna segmenta: funkcionalnu nezavisnost, institucionalnu, finansijsku, kao i personalnu nezavisnost.

1)Institucionalna nezavisnost predstavlja jedno od glavnih obelezja ECB i podrazumeva samostalnosti od uticaja ostalih oblika vlasti.

⁵ Treaty on European Union OJ C 191,1992

Ugovorom o EZ(član 105), preciziran je glavni cilj- održavanje stabilnosti cena, što je potvrđeno i Lisabonskim ugovorom(član127). Istim članom kao cilj se ističe i podrška opštim politikama Unije ali bez dovođenja u pitanje osnovnog cilja. Takvom odredbom preciziran je opseg delovanja ECB. Naime, veći broj ciljeva,a naročito na polju monetarne politike može dovesti do njihove konkurencije i sveopšteg pritiska zainteresiranih za njihovo ostvarivanje. ECB ima jasno uređen mandat i položaj u odnosu na ostale organe i nacionalne vlasti, što ne ostavlja prostor za uticaj na njen rad ikakvim instrukcijama i direktivama.

2)Funktionalna nezavisnost tiče se samostalnosti u radu ECB. Radi ostvarivanja svojih zadataka ima punu slobodu u formulisanju monetarne politike i izboru instrumenata njenog sprovođenja. Zvaničnu strategiju u svom delokrugu određuje Savet Guvernera.Statutom su precizirane monetarne funkcije i rad(članovi 17-do 25).Takođe ostavljena je mogućnost Upravnom savetu da odluči o upotrebi ostalih operativnih metoda(clan27).

ECB ima ekskluzino pravo odobravanja izdavanja novčanica evra(član108Ugovora o funkcionisanjuEU) ,i može odobriti emisiju kovanica od strane nacionalnih centralnih banaka. Za ovaj aspekt nezavisnosti naročito je značajna zabrana finansiranja nacionalnog deficita. Nije omogućeno kreditiranje drugih organa i nacionalnih vlada, što je svojevrсна brana od političkog uticaja.

Na osnovu člana 132 Ugovora o funkcionisanju EU, ECB ima regulativnu funkciju koja podrazumeva pravo donošenja regulative i odluka, u meri potrebnoj za obavljanje svojih poslova, kao i da daje preporuke i mišljenja. Njena regulatorna funkcija pojačana je pravom na izricanje novčanih kazni prekršiocima obaveza utvđjenim regulativama i odlukama.

3)Finansijska nezavisnost je izuzetno značajna za realizaciju koncepta nezavisnosti i ona konkretno znači da ECB ima sopstveni budžet, odvojen od budžeta EU. Kapital potiče od nacionalnih centralnih banaka i svota koja se upisuje i uplaćuje, određena je udelom u populaciji i bruto društvenom proizvodu Unije. Finansijski arazmani su u potpunosti odvojeni od Unije, takođe nije moguće kreditiranje, kao ni kupovina instrumenata duga država, regionalnih i lokalnih tela od strane ECB, ali i od

strane nacionalnih centralnih banaka. ECB prema ovim subjektima ima ulogu fiskalnog agenta.

4) Personalna nezavisnost odnosi se na organizacionu strukturu, ulogu, izbor članova i trajanje mandata. Konkretno članovi Izvršnog odbora imaju mandat na 8 godina, bez mogućstva reizbora. Guverneri nacionalnih banaka se biraju na najmanje 5 godina, što je uključeno u njihove statute i ne mogu biti razrešeni od strane onih koji su ih izabrali. Članovi organa mogu biti smenjeni samo zbog ozbiljnih povreda i nesposobnosti u obavljanju dužnosti. Postupak odlučivanja štiti nezavisnost Evropske centralne banke. U Savetu Guvernera svaki član raspolaže jednim glasom, i prilikom glasanja je u obavezi da ima u vidu evrozonu u celini, a da ne polazi od interesa sopstvene države. Način glasanja nije dostupan javnosti, a odluke se objavljuju ako Savet to smatra potrebnim.

Evropska centralna banka je jedna od najnezavisnijih centralnih banaka na svetu uz Nacionalnu banku Švajcarske i Bundesbanku.

Predsednik Saveta (Ministarskog saveta) i Komisije prisustvuju sastancima Saveta Guvernera, ali bez prava glasa.

Međutim postoje mišljenja da ECB nema potpunu nezavisnost. To se videlo u slučaju kada ona nije preporučila ulazak Belgije i Italije u evrozonu, ali je Evropski savet preinačio tu odluku.

”Političari EU imaju stalni kanal uticaja na ECB na dva načina. Prvo, jedan od dva ključna cilja ECB – a pored cenovne stabilnosti je podržavanje ekonomske politike Unije. Usled toga političari i tela iz Brisela mogu tražiti mekšu monetarnu politiku ECB-a koja će za posledicu imati veći rast stope inflacije. U preovladajuće stagnatnoj ekonomskoj situaciji ovaj zahtev bi posebno mogao ojačati, mada se mora reći da se za sada to nije desilo. Drugi način uticaja na ECB jesu nacionalne ekonomske i posebno fiskalne politike. Relaksirana fiskalna politika i visoka državna potrošnja jesu stvari koje ECB tesko da može da anulira, ma koliko restriktivnu politiku vodila” (Prokopijević, 2012:136).

ECB nije bila uvršćena u institucionalnu strukturu EU, pa se javljaju teorijske rasprave o njenom statusu. Ona je sa jedne strane posmatrana kao organ Zajednice, imajući u vidu

da je stvorena zarad ostvarivanja ciljeva i zadataka na polju ekonomske i monetarne unije. Tako da nesumljivo mora pripadati institucionalnom okviru .Sa druge strane, posmatrana je kao "Zajednica unutar zajednice", ili "četvrti stub Zajednice", pre svega zbog njenog specifičnog položaja, a naročito nezavisnosti.

Odlukom Evropskog suda pravde u slučaju **OLAF** odlučeno je da ECB, nedvosmisleno spada u institucije EU, pri tom su određene granice i elementi njene nezavisnosti. Evropska komisija je pokrenula spor protiv ECB zbog osporavanja nadležnosti Evropske agencije za suzbijanja prevara (OLAF). Ovu agenciju je EK formirala zarad kontrole upotreba sredstava od strane institucija EU.

Ovom presudom posebno se navodi da Evropska centralna banka:

- a) poseduje status pravnog lica,
- b) ima sopstvene organe odlučivanja,
- c) raspolaže sopstvenim sredstvima i budžetom,
- d) uživa privilegije i imunitete neophodne za obavljanje zadataka koji su joj povereni,
- e) o razrešenju organa odlučivanja može jedino odlučivati Evropski sud pravde na zahtev Saveta guvernera ili Izvršnog odbora.⁶

⁶ Case C-11/00, *Commission v ECB*, 2003

1.2. Transparentnost i odgovornost

Transparentnost se može definisati kao nepostojanje asimetričnih informacija između nosioca monetarne politike i poslovnih subjekata (Geraats, 2002: 532). Poželjna je ne samo što unapređuje odgovornost centralne banke, već i zato što omogućava bolju kontrolu nad očekivanjima javnosti. Transparentnost centralne banke krajem 1990. godine postala je glavno obeležje monetarne politike (Benic, 2014: 234).

Evropskoj centralnoj banci je Ugovorom iz Maastrichta dodeljena odgovornost za monetarnu politiku na polju Evropske unije. Kako bi uspešno realizovala sve zadatke u navedenoj sferi delovanja, ona mora biti otvorena i jasno prezentovana široj javnosti i demokratski izabranim predstavnicima na nivou EU. Dakle, neophodno je monetarnu politiku definisati na razumljiv način i informacije o tome učiniti dostupne javnosti, kako bi se učinila predvidljivim očekivanja u vezi sa inflatornim kretanjima i smanjila pogrešna očekivanja u vezi sa dešavanjima na finansijskom tržištu.

Savet guvernera upoznaje javnost putem mesečnog biltena ECB, predsednik se obraća Evropskom parlamentu, guverneri obrazlažu podatke putem govora, a takođe bliže informacije se mogu naći i na zvaničnom sajtu ECB. Predsednik Saveta Guvernera, obrazlaže odluku Saveta na press konferenciji odmah posle prvog sastanka banke u mesecu.

U teoriji se mogu razlikovati pet gledišta transparentnosti. "Mogu se razlikovati pet gledišta na transparentnost: političko, ekonomsko, proceduralno, operacionalno i transparentnost politike" (Geraats, 2002: 533).

1. Politička transparentnost odnosi se na otvorenost u ciljevima monetarne politike i institucionalnim dogovorima što omogućava jasnoću motiva nosioca monetarne politike.

2. Ekonomska transparentnost u središte stavlja ekonomsku informaciju koja se koristi za formiranje monetarne politike, uključujući ekonomske podatke, modele politike i predviđanja centralne banke.

3. Proceduralna transparentnost opisuje načine na koji se donose odluke u vezi monetarne politike, te uključuje strategiju monetarne politike.

4. Operacionalna transparentnost odnosi se na sprovođenje akcija u okviru monetarne politike, uključujući kontrolu pogrešaka instrumenata delovanja i makroekonomskog prenošenja poremećaja.

5. Transparentnost politike znači brzo objavljivanje i objasnjenje odluka u vezi sa politikom, kao i nagoveštaj verovatnih budućih akcija u tom pogledu.” (Geraats,2002:540-541)

Primarni cilj ECB je održavanje stabilnosti cena, koji ne samo da mora biti jasno definisan, već i razumljiv javnosti. Savet guvernera određuje strategiju i kvantitativne okvire stabilnosti cena, a javnost mora biti uključena u čitav proces.

”Baš zbog komplikovanosti transmisionog procesa između primenjene monetarne politike i realizacije stabilnosti cena, ECB tretira monetarni agregat (ukupna likvidna sredstva) kao intermedijalni cilj, čiju realizaciju mogu da prate ekonomski akteri i tome da prilagode svoja očekivanja.” (Golubović, 2007:70)

Transparentnost, nezavisnost i odgovornost su u međusobnoj korelaciji. Transparentnost u radu je protivteža nezavisnosti ECB. Kada se jednoj, tako velikoj instituciji daje nezavisnost u radu neophodno je obezbediti i javnost u radu i odgovornost za odluke koje ona donosi. Suštinski uslov uspešnog obavljanja zadataka je nezavisnost, a ona pretpostavlja podršku javnog mnjenja, što dalje uslovljava da je to javno mjenje upućeno u rad i odluke organa. ”Političke odluke imaju legitimnost ukoliko direktno ili indirektno izražavaju želju građana – što se često naziva legitimnost po proceduri ili ”*input legitimiteta*” ili da deluju tako da obezbede očekivanja građana i njihovih potreba – što se često naziva ”*output legitimiteta*” ili legitimnost po proceduri.” (Scheller, 2004:125). Kao institucija ustanovljena komunitarnim zakonodavstvom uz preciziranu nadležnost, osnovne ciljeve i nezavisnost, ECB uživa legitimnost po rezultatu. U prilog ove legitimnosti je i koncept demokratskog biranja organa odlučivanja. Legitimnost po rezultatu rezultira iz uspešno realizovanih zadataka, što konkretizuje H.K. Sheler.

Sama činjenica da je ECB poverena monetarna politika, ali uz određivanje glavnog cilja – stabilnost cena, daje precizan okvir njene odgovornosti.

Svaka centralna banka mora odgovarati za svoj rad demokratskim institucijama, konkretno nacionalnom parlamentu, međutim postavlja se pitanje kome odgovara ECB, s obzirom na svoj položaj nezavisne institucije, proklamovanim komunitarnim zakonodavstvom, što je takozvani "problem demokratskog deficita". Analizom, možemo zaključiti da ECB za svoj rad odgovara Evropskoj uniji i njenim građanima, s obzirom da je jedna od komunitarnih institucija. Bez ugrožavanja nezavisnosti ECB je u obavezi podnošenja godišnjeg konsolidovanog izveštaja o vođenju monetarne politike za prethodnu i tekuću godinu koje prezentuje Evropskom parlamentu, Komisiji, Evropskom savetu i Savetu EU, a takođe sastavlja i obavljuje kvartalne i nedeljne izveštaje o svojim aktivnostima (član 15 Statuta). Evropski parlament može raspravljati o godišnjem izveštaju, koji je predsednik ECB u obavezi da prezentuje na sednici Parlamenta. Takođe predsednik Saveta Guvernera i ostali članovi, na sopstvenu ili inicijativu parlamenta, mogu izložiti svoje poglede, što se dešava najčešće jednom kvartalno. Evropski parlament može postavljati pitanja članovima, koja se sa odgovorima objavljuju u Službenom glasniku Unije. Članom 11 Statuta kojim je uređen izbor članova Izvršnog odbora, predviđena je konsultacija Evropskog parlamenta pri izboru predsednika. Takođe, potrebna je saglasnost ovog organa na izmene Statuta i dopunskog zakonodavstva.

Od značaja za transparentnost delovanja ECB prema javnosti jeste i njena statistička služba, koja služi da pruži podršku njenoj monetarnoj politici i konkretnim zadacima.

U prikupljanju podataka učestvuju nacionalne centralne banke i razni nacionalni organi, koji podatke šalju na dalju obradu i proširivanje za evrozonu. ECB na ovom polju saraduje sa ostalim organima Unije, ali i sa internacionalnim organizacijama, koje se bave obradama podataka. Na oficijalnom sajtu (<http://www.ecb.eu>) istaknuti su mnogi značajni podaci. Kursna lista ECB izlazi svakog dana u vremenu između 14h i 15 min i 15h po centralnom evropskom vremenu.

II CILJEVI I ZADACI

Razmatrajući pravni položaj ECB moramo imati u vidu prostor njenog delovanja, kao i kako je definisana nadležnost pri sprovođenju glavnih funkcija i zadataka na tom prostoru. Za ECB možemo reći da je svojevrsan katalizator monetarne politike sa striktno određenim ciljevima u okviru EU, ali se njen uticaj prelijeva na svetsku privredu i finansijske tokove .

1.Osnovni ciljevi

Svakako najbitniji cilj ECB jeste održavanje cenovne stabilnosti, a ne dovodeći u pitanje taj cilj, dužna je da pruža podršku opštim politikama Unije kako bi doprinela postizanju ciljeva Unije(član 282TFEU). Treća odgovornost je obezbeđivanje nesmetanog funkcionisanja platnog prometa, tj.komercijalnih banaka.

Očuvanje cenovne sigurnosti u evrozoni trebalo bi da prouzrokuje indirektno efekte na polju Unije, ali i svetske privrede. Drugi cilj podrazumeva podršku dugoročnih ekonomskih mera Evropskog saveta, ali pod uslovima da se time ne ugrožava stabilnost prvog cilja.. Stabilnost cena,bez inflatornih i deflatornih kretanja,predstavlja stabilnost celokupne ekonomije EU,kao i podršku visokom nivou zaposlenosti.

Cenovna stabilnost definisana je tako da godišnji rast cena mora biti ispod 2% na srednji rok. Zarad transparentnosti u praćenju inflacije određen je indeks cena kao međugodišnji rast harmonizovanog indeksa potrošačkih cena u evrozoni(Harmonized Index of Consumers Prices-HICP).

”Opšte ekonomske politike to su obično razvoj, zapošljavanje ili socijalna zaštita. Podrška ekonomskim politikama podrazumeva aktivniju monetarnu politiku, ili korišćenje posebnih sredstava, što stvara inflatorni pritisak i ugrožava cenovnu stabilnost. Ako se samo čuva cenovna stabilnost, onda nema prostora za podršku ekonomskim politikama. A, ako se podržavaju ekonomske politike onda nema cenovne stabilnosti. Ukratko ,ta dva cilja ne samo da nisu u saglasnosti već se i međusobno isključuju” (Prokopijević,2012:121).

2.Osnovne funkcije(zadaci) ECB:

Radi realizacije ciljeva Ugovor o funkcionisanju EU predviđa koje poslove obavlja ECB.

-utvrđivanje i sprovođenje monetarne politike EU

-upravljanje operacijama na deviznom tržištu

-čuvanje i rukovođenje deviznim rezervama država članica

-vođenje i usaglašavanje operacijama platnog sistema.(član127TFEU)

Evropska centralna banka, kao centralna monetarna institucija u Uniji,ima ekskluzivno pravo da odobrava emitovanje novčanica u Uniji. Jedino novčanice,koje ona i nacionalne centralne banke država članica izdaju,predstavljaju zakonito sredstvo plaćanja u Uniji. (član128TFEU). ECB izdaje 8% ukupne vrednosti bankota i kovanog novca,a nacionalne centralne banke evrozone preostalih 92%.

Takodje ona daje doprinos nesmetanom funkcionisanju politika nadležnih vlasti vezanih za finansijski nadzor kreditnih institucija i stabilnost finansijskog sistema.

Strategija monetarne politike jeste način na koji ECB sprovodi primarni cilj-cenovnu stabilnost. Njena tačna definicija, zasnovana na naučnim analizama i iskustvima treba da pruži osnov za stabiliziranje inflatornih kretanja i donošenje odluka. Savet Guvernera se oktobra 1998.godine, još pre nego što je odgovornost za monetarnu politiku preneti sa nacionalnih centralnih banaka, opredelio za stabilizaciono orjentisanu strategiju. Ova strategija mora da ima u vidu dejstvo ekonomskih šokova i sistematizaciju relevantnih informacija. Sastoji se iz dva stuba koji se vezuju za ekonomske i monetarne analize.

ECB ima savetodavnu funkciju, što konkretno znači da može biti savetovana od strane nacionalnih vlasti u pogledu propisanih zakonodavnih propisa, u svojim poljima stručnosti, ali sa ograničenjima i uslovima određenih od strane Saveta. Takođe može izložiti svoje mišljenje odgovarajućim institucijama,telima i nacionalnim vlastima na polju njene stručnosti.

III INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Instrumenti i mere ekonomske politike predstavljaju komponentu ekonomske politike zajedno sa subjektima, ciljevima i sredstvima te politike. Najčešće se javljaju u formi odluka i akcija subjekata ekonomske politike sadržanih u sredstvima kojima se oni koriste. Suština instrumenata i mera ekonomske politike jeste u konkretnim akcijama koje vode država i drugi subjekti, čime se postiže ostvarivanje postavljenih ciljeva. Instrumenti ekonomske politike su, pre svega, ekonomske kategorije sadržane u formi pravnih akata, odluka ili akcija. Njima se utiče na ostvarivanje postavljenih ciljeva i zadataka ekonomske politike.(Božić, 2009:27)

Evropski monetarni sistem je utvrdio tri vrste instrumenata, koje je ECB preuzela u cilju očuvanja monetarne stabilnosti. Prema Statutu Evropskog sistema centralnih banaka i evropske centralne banke(član 18) instrumenti koje koristi ECB u realizaciji svojih ciljeva su:

1. Operacije na otvorenom tržištu,

2. Stalne olakšice,

3. Obavezne rezerve

Funkcionisanje EMU se zasniva na nekoliko **osnovnih principa**, koji omogućavaju primenu različitih instrumenata monetarne politike i modaliteta aktivnosti ESCB i ECB, a to su:

1. efikasno funkcionisanje, koje ima za cilj smanjenje troškova,
2. uvažavanje zahteva tržišne ekonomije,
3. jednak tretman svih članica ESCB u svim operacijama, nezavisno od institucionalnog statusa zemlje članice ili zemlje koja nije članica EMU,
4. decentralizovano vođenje operacija iz oblasti monetarne politike,
5. harmonizacija različitih instrumenata i modela aktivnosti i njihov dugoročni karakter, sa

ciljem da se obezbedi optimalno korišćenje uspostavljene infrastrukture i iskustava centralnih banaka⁷.

Ugovorom iz Mاستrihta je ECB dato pravo slobode izbora u pogledu adekvatnih instrumenata monetarne politike. Evropski monetarni institut je objavio dva izveštaja 1997. godine u kojima se iznosi specifikacija operativnih okvira i prezentiraju procedure i instrumenti monetarne politike. Uz uvažavanje evropskih okolnosti, pošlo se od 3 glavna principa: efikasnost, transparentnost i kontinuitet. Vođenje efikasne monetarne politike treba da obezbedi okvir za realizaciju postavljenog cilja, a to opet zahteva kvalitetno i dugoročno predviđanje inflacije. Transparentnost podrazumeva stvaranje pogodnih uslova kod javnog mnjenja, neophodnih za realizaciju ciljeva, i mogućnost da se objave odluke iz monetarne politike. Kontinuitet se zasniva na iskustvima nacionalnih centralnih banaka, stečenih pre početka treće faze EMU. Ovako definisani principi stvaraju okvir za vođenje monetarne politike, predstavljaju garant obezbeđivanju visokog nivoa stabilnosti cena i potvrđuju nesumljivi kredibilitet ECB.

3.1. Operacije na otvorenom tržištu

Savremeni monetarno-kreditni sistem podrazumeva postojanje različitih oblika finansijskog tržišta na kojima funkcioniše veliki broj hartija od vrednosti. U takvim uslovima, centralna banka –kao osnovni subjekt monetarno-kreditne politike, istupa na tom tržištu i na taj način ostvaruje deo svojih ciljeva i zadataka. Ona na finansijskom tržištu prodaje i kupuje državne hartije od vrednosti i time utiče na kreditni potencijal poslovnih banaka i veličinu nivčane mase. (Bošić, 2009:164)

Operacije na otvorenom tržištu (*open market operations*) su regulisane Statutom ESCB i ECB (član 18) i predstavljaju sredstvo za kontrolu gotovine. ECB koristi ove operacije zarad usmeravanja kamatnih stopa i upravljanja likvidnošću na tržištu. Takođe one su indicija monetarne politike koju ECB namerava da vodi, kao i koje će instrumente koristiti i pod kojim uslovima. ECB i nacionalne centralne banke za ostvarivanje ciljeva ESCB, mogu u trećoj fazi EMU da intervenišu na kreditnim tržištima, direktno

⁷ Milutin Janjević, "Evropska monetarna unija: evro na evropskoj i svetskoj sceni", Beograd, Međunarodna politika: Službeni list: Pravni fakultet: Fakultet političkih nauka: Institut ekonomskih nauka, 1998, str 205.

kupovinom i prodajom, ili da odobravaju ili uzimaju na zajam potraživanja i uslužne instrumente, bilo u komunitarnoj valuti, bilo u plemenitim metalima. ECB i NCB-e mogu da stupaju u kreditne aranžmane sa drugim kreditnim institucijama ili učesnicima na tržištu uz odgovarajuća sredstva obezbeđenja. Pri tom ECB određuje osnovne principe i uslove obavljanja operacija na otvorenom tržištu, koje obavlja ona ili nacionalne centralne banke.

Zavisno od ciljeva operacije na otvorenom tržištu se mogu svrstati u četiri kategorije:

glavne operacije refinansiranja ,dugoročne operacije refinansiranja, operacije finog podešavanja i strukturne operacije⁸.

A. Glavne operacije refinansiranja (*Main refinancing operation*) su najvažnije u okviru operacija na otvorenom tržištu, jer imaju ključnu ulogu u usmeravanju kamatnih stopa i održavanje likvidnosti finansijskog sektora. Imaju rok dospelosti od dve nedelje ,sa učestalošću od nedelju dana. ECB ih sprovodi kroz unapred najavljene tendere, a obično ih izvršavaju nacionalne centralne banke-decentralizovano. Sve finansijske institucije, koje ispunjavaju propisane kriterijume, mogu da podnesu ponude, a kao kolateral se koriste tržišne i netržišne hartije od vrednosti.



⁸ The Implemenattion of Monetary Policy in the Euro Area, General Dokumentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures, European Central Bank, February, 2011, 19-24.

Slika 1. statistika glavnih operacija refinansiranja u periodu 2000-2016.
Izvor: <http://www.ecb.europa.eu>

B. Dugoročne operacije refinansiranja (*Longer-term refinancing operations*) su sa rokom dospeća od tri meseca. Koriste se za obezbeđivanje dugoročne likvidnosti, a izvršavaju ih nacionalne centralne banke, decentralizovano i putem standardizovanih tendera sa varijabilnom kamatnom stopom, osim u izuzetnim slučajevima kada mogu biti i sa fiksnom. ECB nema za cilj uticaj na kamatne stope već prihvata one koje se formiraju na tržištu.

C. Operacije finog podešavanja (*Fine-tuning operations*) koriste se i za upravljanje kamatnim stopama, ali i za obezbeđivanje likvidnosti, kako bi se smanjile oscilacije kamatnih stopa usled neočekivanih promena likvidnosti. Mogu da služe i za ubrizgavanje i za povlačenje likvidnosti. Rok, učestalost i procedura postupanja, koja može biti u vidu tendera ili bilateralna, nisu standardizovani jer tok neočekivanih promena na tržištu može zahtevati hitnu intervenciju. Izvršavaju ih NCB-e, a može se i ograničiti broj finansijskih institucija koje učestvuju u njima. Kao kolateral se koriste tržišne i natržišne hartije od vrednosti.

D. Strukturalne operacije (*Struktural operations*) se koriste za obezbeđivanje strukturne pozicije Evrosistema prema finansijskom sektoru. Mogu biti i na regularnoj i neregularnoj osnovi. Takođe se izvršavaju od strane NCB-a. Od kraja 2004. godine ECB nije koristila ove operacije.

Za obavljanje operacija otvorenog tržišta ECB ima na raspolaganju 5 vrsta instrumenata⁹:

1. Repo transakcije (*Reverse transactions*) se sprovode na osnovu dogovora o kupovini ili kolektivnih pozajmica, a odnose se na operacije ECB u kojima kupuje ili prodaje određene finansijske instrumente pod unapred određenim uslovima. Takođe koriste se i kao kolateral kod određenih kreditiranja. Osnovna primena im je refinansiranje kod dugoročnih operacija, ali ih ECB primenjuje i kod operacija finog podešavanja.

⁹ <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2005en.pdf>.

2. Direktne transakcije (*Outhright transactions*) se obično koriste prilikom operacija finog podešavanja kada ECB kupuje ili prodaje finansijske instrumente direktno na tržištu. Podrazumevaju pun prenos vlasništva od prodavca ka kupcu, bez mogućstva povezanih prenosa vlasništva. Učestalost nije standardizovana. Mogu se koristiti i za povećanje i za smanjenje likvidnosti. Izvršavaju se od strane NCB-a, decentralizovano putem bilateralnih procedura. Unapred nije određena restrikcija za učesnike.

3. Dužnički sertifikati (*Incuasse of ECB debt certificates*) predstavljaju dugovne potvrde o obavezi koje izdaje ECB imaoćima sertifikata, generalno sa ciljem podešavanja strukturalnih pozicija u Evrosistemu i upravljanja likvidnošću. Ovi sertifikati se izdaju na regularnoj ili neregularnoj osnovi, s a rokom dospeća do 12 meseci. Izdaju ih NCB-e, putem tendera.

4. Devizni poslovi (*Foreign exchange swaps*), odnosno valutni svopovi koriste se od strane ECB kod fino podešavanja operacija za upravljanje likvidnosti i kamatnim stopama, kada ona simultano kupuje ili prodaje evro za drugu valutu. Rok dospelosti i učestalost nisu standardizovani. Mogu služiti za povećanje ili smanjenje likvidnosti. Izvode ih NCB-e, decentralizovano putem brzih tendera. ECB može unapred ograničiti broj učesnika

5. Naplata oroćenih sredstava (*Collections of fixed terms deposits*) koristi se od strane ECB za apsorbovanje likvidnosti u fino podesavanim operacijama. Podrazumeva primanje depozita sa fiksnom kamatnom stopom i fiksnim rokom dospeća. ECB može unapred ograničiti broj učesnika. Prikupljanje se vrši od strane NCB-a, kroz brze tendere, ali bez izdavanja kolaterara za uzvrat. Rok dospeća i učestalost nisu standardizovani.

3.2. Kreditne olakšice

Kreditne olakšice (*Standing facilities*) se koriste za obezbeđivanje ili apsorbovanje dnevne likvidnosti ,za ograničavane kretanja kamatnih stopa i kao indikator orjentacije monetarne politike. Sprovode se decentralizovano od strane NCB-a. Obuhvataju dve vrste povlastica, koje su dostupne finansijsko podobnim stranama na njihovu inicijativu.

1. Marginalne kreditne povlastice (*The marginal lending facility*), predstavljaju kreditne olakšice koje omogućavaju finansijskim institucijama (koje ispunjavaju

propisane uslove) da pozajme sredstva od NCB-a, radi obezbeđivanja kratkoročne likvidnosti, po prekononoj kamatnoj stopi na bazi odgovarajućih hartija od vrednosti. NCB ovim putem obezbeđuje likvidnost u formi kolateralizovanih kredita ili prekononočnih REPO transakcija. Ove povlastice dostupne su samo u danima kada radi TARGET (*Trans European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*) platni sistem EMU.

Na kraju radnog dana, dužnička pozicija finansijske institucije na obračunskom računu kod NCB, se smatra automatskim zahtevom za marginalnim kreditom. Takođe finansijska institucija može poslati zahtev NCB, sa navedenim iznosom (inače nije, a priori ograničen) koji traži i hartijama od vrednosti koje služe kao kolateral. Kredit se vraća narednog dana na otvaranju sa pripadajućom kamatom.

2. Depozitne olakšice (*The deposits facility*) predstavljaju mogućnost finansijskih institucija da kod NCB deponuju prekononočna sredstva, uz pripadajuću fiksnu kamatu, koja u normalnim uslovima iznosi donju granicu prekononočnih kredita na tržištu, bez kolaterala i bez limita u pogledu iznosa deponovanih sredstava. Finansijske institucije mogu podneti zahtev samo u danima kada radi TARGET sistem. Sredstva se povlače narednog dana na otvaranju uz pripadajuću kamatu. Ovaj instrument je retko korišćen, ali se procenjuje da će imati veću ulogu u budućnosti.

3.3. Obavezne rezerve

Imajući u vidu ulogu centralne banke u monetarno-kreditnom sistemu i politici, treba istaći a su njena ovlašćenja i odgovornost u kreiranju novčane mase i funkcionisanju poslovnog bankarstva izuzetno veliki. U skladu sa tim, poslovne banke deo svoje aktive drže kod centralne banke u vidu obaveznih rezervi banaka. Centralna banka autonomno odlučuje o visini tih rezervi i njihovoj strukturi. Na taj način ona deluje na dva cilja: kreira primarni novac i utiče na kreditnu aktivnost poslovnih banaka. (Božić, 2009: 164)

Obavezne rezerve (*Minimum reserves*) se koriste od strane ECB za obezbeđivanje ili apsorbovanje likvidnosti i upravljanje kamatnim stopama. Regilisane su članom 19 Statuta ESCB i ECB. ECB objavljuje listu kredititnih institucija koje su obavezne da drže

rezerve kod nje ili nacionalnih centralnih banaka i pri to vodi računa da je to u skladu sa ciljevima monetarne politike i da ne utiče na alokaciju resursa.

Osnova za obračun se sprovodi na osnovu bilansnih podataka koje finansijske institucije dostavljaju svojim nacionalnim centralnim bankama. Bilansni podaci za kraj datog meseca se koriste za obračun obaveznih rezervi ,za obračunski period koji počinje dva meseca kasnije. Manje finansijske institucije nisu obavezne da dostave celokupne podatke, pa se obračun vrši na osnovu kvartalnih podataka za period koji počinje nakon dva meseca i traje tri meseca. U obračunsku osnovicu nisu uključene obaveze prema ECB, NCB, ili prema nekoj drugoj finansijskoj instituciji koja je takođe dužna da izdvaja obavezne rezerve prema propisima ECB.

Iznos obaveznih rezervi finansijske institucije se smanjuje za 100000 eura za svaku državu članicu u kojoj ima filijalu.ECB najmanje tri meseca pre početka svake godine objavljuje kalendar obračunskog perioda.On počinje na dan izvršenja prvih glavnih operacija refinansiranja,nakon sastanka Upravnog odbora na kome se vrši mesečna procena monetarne politike. Finansijske institucije drže obavezne rezerve na jednom ili više računa kod NCB i mogu ih koristiti u toku dana,ali je bitno da na kraju dana drži propisan iznos. Na iznos obračunskih rezervi ECB plaća kamatu, po kamatnoj stopi iz glavnih operacija refinansiranja,a na višak sredstava se ne plaće kamata. Savet Guvernera je nadležan za utvrđivanje osnovice i propisivanje sankcija u slučaju nepoštovanja iste.

Obavezne rezerve predstavljaju stalan izvor prihoda ECB. Visina obavezne rezerve se različito kreće među evropskim zemljama. Prosek je na nivou Unije od 0,2%-0.5% odobrenih kredita od strane bankarskog sektora, uz izuzetak Italije kod koje iznosi 15% .

Kod većine evropskih zemalja ostvareni prihod NCB se po ovom osnovu kretao u rasponu 0,1%-0.004%BNP. U Francuskoj i Nemačkoj je stopa obaveznih rezervi veoma niska, a u Luksemburgu, Danskoj, Švedskoj i Belgiji jednaka nuli. Poslednjih godina

pokazuje tendenciju pada zbog povećane fiskalne konkurencije država članice EU. Da bi jedna finansijska institucija mogla učestvovati u operacijama na otvorenom tržištu ili u stalnim olakšicama, mora ispunjavati propisane kriterijume kvalifikacije. To mogu biti samo finansijske institucije za koje je propisan obaveza držanja obavezne rezerve prema članu 19.1. Statuta ESCB i ECB¹⁰ i koje su finansijski zdrave i pod supervizijom nacionalnih tela. Direktiva Evropskog parlamenta i Saveta (2006/48/EC)¹¹ uređuje harmonizaciju supervizije kreditnih institucija u okviru EU, tj. Evropskog ekonomskog prostora. Mogu se prihvatiti i institucije koje ne podležu harmonizovanoj superviziji, ali su finansijski zdrave, na pr. filijale u zoni evra, finansijskih institucija čije sedište je van Evropskog ekonomskog prostora. Finansijske institucije koje zadovoljavaju operativne kriterijume mogu učestvovati u operacijama na otvorenom tržištu ili u aranžmanima stalnih olakšica preko NCB zemlje u kojoj su osnovane. Ako institucija ima filijale u više zemalja, svaka filijala učestvuje preko NCB zemlje u kojoj je osnovana.

Kod deviznih poslova, tj. valutnih svopova svaka finansijska institucija mora biti u stanju da efikasno izvršava ove poslove velikih vrednosti u svim tržišnim uslovima. Kod operacija finog podešavanja i prikupljanja oročenih depozita putem brzih tendera ili bilateralnog pregovaranja, svaka NCB određuje listu kvalifikovanih finansijskih institucija koje zadovoljavaju opšte operativne kriterijume, a moguće je određivanje i dodatnih kriterijuma.

Poput većine centralnih banaka ECB koristi kratkoročnu kamatnu stopu za sprovođenje monetarne politike. Razlog je u tome što je izuzetno kratkoročna aktiva na 24 sata i manje-najpribližnija gotovini. S obzirom da centralne banke imaju monopol nad ponudom novca one mogu da kontrolišu kamatne stope na takav kratak rok...

Evrosistem je usmeren na prekonoćnu stopu EONIA (*European Over Night Index Average*), odnosno na ponderisani prosek prekonoćnih pozajmica na međubankarskom tržištu evrozone. EONIA se koristi na dva sledeća načina:

¹⁰ Protokol (No 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of European Central Bank, Official Journal of the European Union, C 83/230

¹¹ Directive 2006/48/EC of European Parliament and of the Council, Relating to the Taking up and Pursuit of the Business of Credit Institutions, Official Journal of the European Union, L 177/1

1.Evrosistem definiše maksimalnu i minimalnu vrednost EONIA održavajući otvorene pozajmice i sredstva po osnovu depozita po prethodno objavljenim kamatnim stopama...

2.Evrosistem obično na nedeljnoj osnovi sprovodi aukcije po stopi koju izabere.Te aukcije, koje se nazivaju glavnim operacijama refinansiranja, jesu sredstva pomoću kojih ECB obezbeđuje likvidnost bankarskog sistema,a izabrane kamatne stope imaju ulogu preciznog vodiča za EONIA(Boldvin,Viploš,2010:499).

Nacionalne centralne banke prikupljaju ponude komercijalnih banaka koje prosleđuju ECB, a ona odlučuje koji deo ponude će biti prihvaćen i nakon toka šalje instrukcije nacionalnim centralnim bankama.Komercijalne institucije nakon toga mogu da upravljaju likvidnošću na međubankarskom tržištu. Nije važno gde se sredstva ubacuju jer postoji jedinstvena kamatna stopa u evrozoni,pa međubankarsko tržište omogućava da novac bude dostupan tamo gde je potreban

IV REGULATORNA ULOGA

Evropska centralna banka ima regulatornu ulogu zarad ostvarivanja zadataka poverenih ESCB. Na osnovu člana 132(TFEU) i člana 34 Statuta ona poseduje regulatornu moć, koju ostvaruje donošenjem pravnih akata i drugih neophodnih pravnih instrumenata.

U vršenju svojih nadležnosti organi Unije koriste sledeće pravne instrumente: evropski zakon, evropski okvirni zakon, evropsku uredbu, evropsku odluku, preporuku i mišljenje. (Radivojević, Knežević-Predić,2008:63)

Najznačajniji pravni akti Evropske centralne banke jesu **uredbe i odluke**.

Evropska uredba je akt opšteg karaktera koji služi za sprovođenje zakonskih akata i nekih specifičnih ustavnih propisa. (Radivojević, Knežević-Predić, 2008:64)

Uredbe su akti sa najvišom pravnom snagom i tiču se:

- 1) nadležnosti ECB da definiše i sprovodi monetarnu politiku,
- 2) utvrđivanja obaveza kreditnih institucija država članica u pogledu minimuma rezervi koje moraju posedovati kod ECB,
- 3) definisanja efikasnog platnog sistema u okviru EU i sa trećim licima i
- 4) kontrole poslovanja kreditnih i drugih finansijskih institucija.

ECB ima pravo da prekršiocima njenih uredbi i odluka izriče novčane kazne i druge finansijske sankcije. Detaljnija regulacija tog prava uređena je Uredbom Saveta.¹²

Osim pravnoobavezujućih akata ECB donosi i **preporuke i mišljenja**. Preporuke su pravnoneobavezujuća akta i razlikujemo dve grupe preporuka koje donosi ECB. Prva grupa preporuka inicira donošenje pravnih akata koji se tiču pitanja iz njene nadležnosti, konkretno:

- 1) utvrđivanje uslova i ograničenja pod kojima se mogu propisivati obaveze kreditnim institucijama u pogledu obaveznih rezervi i primeni ostalih instrumenata monetarne kontrole,
- 2) prikupljanje statističkih podataka ,
- 3) povećanje kapitala ECB I iznosa deviznih rezervi iznad limita,

¹² Council Regulation No.2532/98 concerning the powers of the ECB to impose sanctions,OJ L 318/4,1998

4) utvrđivanje granica i uslova iricanja sankcija od strane ECB.¹³

Drugu grupu se odnosi na preporuke koje ECB koristi kao instrumente podsticaja za akcije država članica ili institucija EU.

ECB može biti konsultovana o svakom predloženom aktu iz njene nadležnosti i o svakom predloženom propisu iz njene nadležnosti od strane država članica, ali pod uslovima propisanim od strane Saveta.¹⁴ Takođe zarad prisutnosti prilikom odlučivanja o svim pitanjima koje se tiču njenog delokruga ECB ima pravo na davanje mišljenja organima i telima EU i država članica.

U pravne instrumente ECB spadaju i **smernice i uputstva**. Reč je o internim aktima, obaveznim za nacionalne centralne banke Eurosistema, bez opšteg dejstva za treća lica. Međutim mogu proizvesti indirektne efekte izvan sistema i od znacaja su za opšte funkcionisanje Eurosistema.

Svi pravni akti koje donosi ECB podložni su kontroli Evropskog suda pravde osim preporuka i mišljenja. Dakle, regulatorna moć nije neograničena. Zakonodavstvom EU je svedena na potrebe ostvarivanja funkcija i zadataka ali u tačno određenim granicama ECB je nezavisna. Propisano je da ESCB i ECB u vršenju svojih ovlašćenja i izvršavanju poverenih ciljeva i zadataka, ne mogu tražiti, ni prihvatati uputstva od organa ili tela EU, vlada država članica ili bilo kog drugog organa.¹⁵

¹³ Član 129. TFEU i član 41. Statuta ESCB i ECB

¹⁴ Član 127.t.4 TFEU

¹⁵ Član 130. TFEU



Slika 2. Kretanje monetarnih agregata na području EU

Izvor: <http://www.ecb.europa.eu>

DRUGI DEO

GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA I FUNKCIONISANJE EVROPSKE MONETARNE UNIJE U USLOVIMA KRIZE

V NASTANAK GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE

5.1.Pojam i uzroci finansijske krize

Pod pojmom finansijska kriza podrazumeva se opšti, kontinuirani pad cena finansijskih instrumenata na određenom tržištu, koji nastaje zbog opšteg rasta ponude hartija od vrednosti u odnosu na njihovu tražnju i koji ugrožava funkcionisanje finansijskog sistema.. Ovakva razlika između ponude i tražnje nastaje zbog toga što investitori nisu zainteresovani ili nemaju dovoljno sredstava za ulaganje u hartije od vrednosti. Takva situacija dalje uzrokuje pad proizvodne aktivnosti, tačnije, smanjenu ponudu robe i usluga, što pri napromenjenoj tražnji neminovno dovodi do porasta cena, dakle do inflacije. Novac gubi svoju vrednost, što dovodi do pada vrednosti kursa valute u kojoj je on izražen u odnosu na kurs inostrane valute.

Da bi se negativne promene na tržištu nazvale krizom moraju imati nekoliko opštih osobina: trajnost, sveobuhvatnost (uticaj na veći deo finansijskog tržišta i njegova učesnike), drastičan pad cena hartija od vrednosti i uzrokovanost ekonomskim razlozima.

Kada su u pitanju uzroci finansijske krize možemo ih podeliti u dve grupe. Prva grupa uzroka je istovetna sa uzrocima privredne krize, jer je ona finansijska odraz privredne krize na finansijsko tržište. U okviru ove grupe se izdvajaju: monetarna, politička i tehnološka teorija kriza. Monetarna teorija uzroka krize vezuje za nesmetano smanjenje i povećanje novca u opticaju, putem kreditiranja privrede, što dovodi do inflacije i pada privredne aktivnosti. Politička teorija uzroke krize vidi u neodgovornom ponašanju političara, koji koriste monetarnu i fiskalnu politiku zarad kratkoročnih pozitivnih rezultata, što je posebno uzraženo u izbornim ciklusima, zanemarujući negativne posledice u dugom roku. Tehnološke teorije uzroke krize vezuju za tehnološki napredak, koji smanjuje potrebu za radnom snagom, dovodi do nezaposlenosti i tako smanjuje kupovnu moć potrošača, smanjuje tražnju, a uz rast proizvodnje to može dovesti do njene neisplativosti. Druga grupa uzroka je specifična za finansijske krize, mada finansijska kriza može biti uzrok sveobuhvatne privredne krize.

Kada nastupi finansijska kriza, država putem mera ekonomске politike sprovodi program oporavka, koji obuhvata sledeće aktivnosti:

- smanjenje ili povećanje količine novca u opticaju,
- smanjenje ili povećanje kamatne stope kredita centralne banke koje daje komercijalnim,
- smanjenje javnih rashoda, tačnije poreza radi resterećenja privrednih subjekata,
- kupovina ili prodaja dužničkih hartija od vrednosti na finansijskom tržištu,
- smanjenje ili povećanje stope obavezne rezerve poslovnih banaka kod centralne,
- zabrana povećanja cena,
- zabrana povećanja zarada,
- zabrana rada pojedinim berzanskim trgovcima ili obustavljanja berzanske trgovine,
- ograničenja u spoljnoj trgovini.

Uticao centralnih banaka na finansijsku krizu je nesporan. Danas, dve najmoćnije centralne banke na svetu jesu FED u SAD i ECB u EU, međutim dve, verovatno najznačajnije centralne banke nisu saglasne oko načina delovanja. Mada i jedna i druga prihvataju stabilnost cena one se razlikuju u pogledu načina delovanja.. ECB smatra da novčana ponuda igra veliku ulogu u kreiranju politike. Na mesečnim konferencijama se objavljuju podaci o brojkama-M(rast novčane ponude), kao pokazatelja monetarne ekspanzije EU. Ove podatke ECB smatra značajnim za odluke o kamatnim stopama. Ako je preveliki rast ponude novca one moraju ići naviše, a ako je premalo novca u opticaju, moraju padati. FED na protiv ove podatke ne smatra relevantnim za donošenje svojih odluka.

„Krajnji rezultat tih različitih polazišta je taj da FED vidi svoju ulogu u suzbijanju svake kreditne kontrakcije, dok ECB vidi svoju ulogu u suzbijanju kreditne ekspanzije. Međutim, razlike u strategiji monetarne politike važan su deo priče ove i prethodnih kreditnih kriza i zaslužuju da se iznesu na svetlo“ (Kuper2009:31-31).

5.2.Poreklo i uzroci aktuelne finansijske krize

U poslednje tri decenije svet je više puta bio pogođen finansijskim i bankarskim krizama.

„Pojavni oblici kriza menjali su se svaki put. Jedan aspekt njihove suštine bio je i ostao neizmenjen. Svaki put bez izuzetka, glavni motiv je bila i ostala neograničena pohlepa, želja da se zarade višestruke kamate i da se globalnim investitorima obezbede viši profiti na ogromna slobodna sredstva koja se danas mere trilionima dolara“ (Vujović,2008:5).

Svaki put je u krizu vodio pritisak da se preduzimaju sve rizičnija, ali unosnija ulaganja, da se ide dublje i dublje do pravnih granica regulatornog okvira...I svaki put su ozbiljno podbacile nadzorne i regulatorne funkcije, bilo zato što su bile slabe, neizgrađene i nepovezane ili zato što im tekuća ideologija na vlasti nije omogućila da deluju“ (Vujović,2008:5).

Globalna finansijska kriza 2007. godine prouzrokovala je mnogo teže posledice u odnosu na ranije krize. Zahvatila je sve nacionalne privrede. Nastala je izuzetno naglo da je ni istaknuti stručnjaci nisu mogli predvideti. Mogu se izdvojiti tri faze u njenom toku:

- 1.slom tržišta drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD,
- 2.propast“Lehman-Brothers“-a(poznate banke) i
- 3.recesija svetske ekonomije.

Uzroci krize se mogu uočiti još u periodu 2003-2007 godine koji se smatra periodom ekspanzivnog rasta. Mnoge države su ostvarile suficit u tekućem platnom bilansu i veći nivo stopa štednje od investicija, što je otvorilo put za ulaganje domanje štednje u razvijene zemlje. Kina, kao zemlja sa najbržom stopom rasta ulagala je u SAD, a isti slučaj je i sa drugim zemljama u razvoju, prvenstveno izvoznicama nafte. Razlog ulaganja u SAD je averzija štedista prema riziku, koji su bili skloniji investiranju u manje rizične poslove sa manjim prinosima. Sa druge strana u mnogim državama se javljaju finansijske inovacije, koje obezbeđuju širu diverzifikaciju. Međutim, uz slab regulatorni okvir mogu dovesti do neefikasne alokacije resursa i podriivanja ekonomske stabilnosti.

Elementi ekonomske i finansijske paradigme koji su preovladavali u periodu pre nastanka krize (tzv, Old normal) su: smanjena makroekonomska stabilnost, održiv ekonomski rast, održiva dinamičnost cena i povećana profitabilnost finansijskog sektora u periodu istorijske najniže premije za rizik. (Gonzales-Paramo, 2011)

Korene krize treba tražiti još na početku 21. veka kada se u američke banke slijele veliki izvor slobodnih novčanih sredstava iz zemalja koje su imale suficit i velike devizne rezerve (Kina, Rusija, Indija i druge). Takva sredstva usmerena su u hipotekarne kredite, koji su omogućavali kupovinu novih ili refinansiranje postojećih kupovina nekretnine srednjoj klasi. Međutim, veliki deo kupaca nije bio kreditno sposoban za uzimanje kredita sa fiksnom ili varijabilnom stopom, a cene nekretnina su sve više rasle. Rešenje je pronađeno u *subprim* kreditima (drugorazredni krediti). Oni su ponuđeni stanovništvu, koje nije bilo kreditno sposobno i sa malom sposobnošću da proceni kreditni rizik. Očekivalo se da će pri stabilnoj kamatnoj stopi, daljem rastu kamata i rastu zarada, zajmoprimci biti sposobni da podnesu povećanje mesečne rate. Kreatori ovakvog sistema nisu predvideli šta će se dogoditi kada niska fiksna kamatna stopa pređe u varijabilnu koju regulišu tržišni uslovi. Mesto nastanka krize su dakle specijalni krediti dati stanovništvu sa niskim dohodcima i slabim kreditnim rejtingom. Ono što je „zapalilo vatru“ jeste odsustvo sistema upozorenja, obezbeđenja i mera za saniranja poremećaja. Održiv ekonomski rast, praćen sve nižim cenama aktive, posebno u pogledu nekretnina uz proces sveopšte globalizacije, sve veća liberizacija bankarskog i finansijskog sektora, pojava novih finansijskih instrumenata je skup uslova koji je povećao očekivanja u pogledu sve većih cena nekretnina. Mnoga domaćinstva su se zaduživala da bi ulagala u nekretnine, a rejting agencije su to pospešivale visokim vrednovanjem rizičnih hartija od vrednosti. Njihov propust u pogledu pravilne procene doveo je do preliivanja krize sa tržište nekretnina na finansijski sektor. Profitabilnost banaka se povećala u povoljnim ekonomskim uslovima. Mnoge finansijske institucije zbog niske kamatne stope i u potrazi za što većim profitom su ulagale u rizične i nove finansijske instrumente, ne vodeći računa o uslovima ulaganja. U isto vreme bankarska supervizija je bila usmerena na standardizovane finansijske instrumente. Tako da je propust u regulatornom okviru dalje vodio drastičnom padu likvidnosti, smanjenju potrosnje i BNP-a.

Dakle preduslovi nastanka globalne finansijske krize su: propust u bankarskoj superviziji, problemi sa monetarnom politikom, konkretno sa kamatnim stopama i problem sa rejting agencijama

Kriza je kulminirala 2008.godine i širila se sa dna ka vrhu.Od kupaca nekretnina, potpomognuta mahinacijama Volstrita, dolazi do pandemije na svetsku ekonomiju. Neefikasnost bankarskog sektora je uzrokovao recesiju. Smatra se da je kriza 2009 godine posledica lošeg upravljanja prethodnom.Solucija problema iz 2008 se ogledalo u povećanju likvidnosti od strane država,putem niskih kamatnih stopa i većeg priliva gotovine .Banke su spašene, ali finansijski sistem nije očišćen, te nesolventne države i dalje upravljaju celokupnim ekonomskim sistemom. Kružni tok dugova je doveden do tačke pucanja. Kompanije se ne zadužuju ,što dovodi do niske potrošnje i sve manjeg nivoa investicija.

Posledice krize su široko rasprostranjene.Taj međusobno povezani niz jesu: pad privredne aktivnosti, produktivnosti ,zaposlenosti, smanjenje direktnih stranih investicija, smanjenje izvoza, pad likvidnosti, slabljenje bankarskog sektora, pogoršanje fiskalne pozicije, tj.rast javnog duga usled mera za stimulisanje potrošnje.

Težina krize nametala je preduzimanje sveobuhvatnih mera., kao što su:

- restruktuiranje finansijskih institucija,
- ubrizgavanje kapitala u finansijske institucije,
- obezbeđivanje likvidnosti kroz smanjenje obevezne rezerve i pristup olakšicama centralne banke, koja je delovala kao „kreditor u poslednjoj instanci“,
- mere za pokretanje kreditiranja
- širenje finansijskih sigurnosnih mreža.

Pokazalo se da su investitori podcenili rizik pojedinih finansijskih instrumenata ,pa će finansijske institucije biti detaljnije i sveobuhvatnije pri sprovođenju stres-testovai biti što transparentnije radi vraćanja poverenja u evropsi bankarski sistem. Kriza će trajati sve dok banke ne učvrse svoj kapital i značajnije finansiraju privredu. Oporavak zahteva

odgovornu fiskalnu politiku i stabilan finansijski sistem(naročito bankarski sektor i povratak poverenja u finansijske institucije i finansijske instrumente).

VI PRELIVANJE GLOBALNE KRIZE NA EVROPSKO TRŽIŠTE

Uzroci evropske dužničke krize imaju začetak u finansijskoj krizi SAD-a, kada su pukli špekulativni baloni na hipotekarnom tržištu. Tim putem su bili opterećeni fiskalni sistemi svih privreda, a naročito Evrozona. Uzrok krize se može ogledati i u rastu štednje, raspoložive investitorima. Investitori su tragali za većim prinosima nego što su oni na državne obaveznice SAD, i u uslovima velike pokretljivosti kapitala investirali u evropske hartije od vrednosti, što se putem bankarskog sektora odrazilo na veliku zaduženost država Evrozone i njihov rast javnog duga. Mnoge države su osim velikog javnog duga imale i visoke deficite i visoke kamatne stope na tržištu državnih obaveznica. Finansijski slom hipotekarnog tržišta se širio i zahvatio realni sektor i sve grane privrede. 2007 dolazi do značajnog pada ekonomskog rasta, a nezaposlenost se u periodu 2007-2010 udvostručila i dostigla 9,7%.

Prelivanje dužničke krize na EU išlo je preko bankarskog sektora, čija je aktiva uveliko bila kontaminirana plasmanom u finansijske instrumente, koji su se sa izbijanjem krize pokazali neisplativim. Ugroženost bankarskog sektora prisilila je mnoge države da daju ogromna sredstva radi spasavanja banaka, što je za posledicu imalo pogoršanje fiskalne pozicije.

Kada se sistematizuju glavni uzroci krize, mogu se uočiti tri talasa njenog uticaja na evropsku ekonomiju, a to su: pucanje špekulativnog balona na hipotekarnom tržištu, toksična aktiva i kriza likvidnosti. Kriza na hipotekarnom tržištu se proširila na ostale delove finansijskog tržišta-akcija i obaveznica. Najveće investicione banke u SAD su propale šireći krizu nepoverenja na bankarski sektor u Evropi, gde je usledilo masovno povlačenje depozita i rast kamatnih stopa. Propast „Lehman Brothersa“ septembra 2008 značio je zvanično prenošenje krize na evropsko tržište.

Ključni kontraciklični impulsi koji su imali uticaja na širenje krize su:
-apresijacija evra prema dolaru(od 1,20-1,60USD,što je više od 33% u periodu 2007-2010),

-skok cena sirovina(cena nafte je povećana sa 40 eura/barelu na 60 eura/barelu; slično je i sa cenama neenergentnih sirovina gde je zabeležen rast od najmanje 10%), što je dovelo do cikličnog niza- povećanja troškova proizvodnje,pada cena zarada,s manjenja agregatne tražnje i rasta inflacije na 4%

-efekat visokih kamatnih stopa kroz transmisioni mehanizam(ECB je povećala kamatnu stopu osam puta,u periodu 2006-2007 u rasponu 2,0-4,0%)

Aktuelana finansijska kriza je pokazala sistemske slabosti EMU. Pokazalo se da EMU ne predstavlja optimalno valutno područje. Kriterijumi optimalnog valutnog područja su: mobilnost radne snage (Mendelov kriterijum), diverzifikacija proizvodnje (Kenenov kriterijum), otvorenost (Mekinenov kriterijum), kriterijum transfera, kriterijum homogenosti preferencija i kriterijum solidarnosti. Mendelov kriterijum znači da su optimalna valutna područja ona kojima se ljudi kreću sa lakoćom. Kenenov kriterijum podrazumeva da zemlje koje imaju široko diversifikovane proizvodnju i izvoz i koje imaju sličnu strukturu formiraju optimalno valutno područje. Mekinenov kriterijum definiše da zemlje koje su vrlo otvorene za trgovinu i u velikoj meri međusobno trguju formiraju optimalno valutno područje. Kriterijum transfera se odnosi na to da zemlje koje se slože da jedne drugoj pomažu u slučaju negativnih šokova formiraju optimalno valutno područje. Kriterijum homogenosti preferencija podrazumeva da zemlje članice valutne unije treba da imaju širok koncenzus povodom načina na koji će se rešavati šokovi. Kriterijum solidarnosti glasi: "Kada zajednička monetarna politika podstakne sukob nacionalnih interesa, zemlje koje čine valutno područje moraju da prihvate troškove u ime zajedničke sudbine". (Boldvin, Viploš, 2010:322-328). Na kraju većina evropskih zemalja ima dobar rezultat za otvorenost i diversifikaciju, što su dva od tri klasična ekonomska kriterijuma OVP, i pada na trećem, mobilnosti rada. Evropa takođe nema dovoljno dobar rezultat što se tiče fiskalnih transfera i nema jasan rezultat na polju preostala dva politička kriterijuma. (Boldvin, Viploš, 2010:340).

Problem refinansiranja dugova se video još pre nastanka dužničke krize. Naročito zemlje juga EU nisu bile spremne da ispune svoje obaveze, a bile su suočene sa velikim javnim dugom kao posledicom neadekvatnog korišćenja kapitala, smanjene konkurentnosti i prevelike javne potrošnje. Negativna situacija je zahtevala konsolidaciju budžeta i strukturne reforme zarad sprovođenja zajedničke monetarne politike.

Postoji nekoliko gledišta na nastanak krize prema Matijesu. Prema prvom, ona je kriza institucionalnog karaktera EMU. Monetarna unija ne može opstati bez fiskalne i političke unije. Od samog starta nije predstavljala optimalno valutno područje, jer su privredni ciklusi neujednačeni i ne postoji dovoljna mobilnost radne snage, što je bitno za prevazilaženje asimetričnih šokova. Uvođenje evra nije dovelo do ekonomske konsolidacije, već je povećalo probleme. Druge uzroke krize vidi u nepostojanju adekvatnih fiskalnih instrumenata koji će osigurati fiskalnu disciplinu. Procedura u slučaju prevelikog deficita, predviđena Paktom o stabilnosti i rastu nije bila primenjena u slučaju Francuske i Nemačke. To je bio opasan presedan koji je drugim članicama EMU stavio do znanja da nema kazni za nezdravu fiskalnu

politiku. Mnoge od njih su se zaduživale koristeći kredibilitet Nemačke, rasla je javna potrošnja, a padala kamatna stopa, što je dodatno pojeftinilo pozajmice i na taj način je urušen kredibilitet Evrozone. Treće gledište ovu krizu smatra krizom konkurentnosti. Dok su zemlje severa, a naročito Nemačka kontrolisale rast zarada i postale najkonkurentnije, zemlje juga su odustale od strukturnih reformi. Ekonomski rast je uvećavao zarade, a time neravnoteži u EMU i razlikama u kamatnim stopama. Peto gledište ističe da je to kriza neefikasnosti finansijskih tržišta, koja nisu korektno vrednovala suvereni dug pojedinih zemalja¹⁶.

2008. godine dolazi do recesije svetske privrede, koja se proteže na narednu 2009-u. Smanjeni su prihodi, a povećani rashodi, na prim. naknade za nezaposlene. Kriza prerasta u krizu suverenog duga. Javni dug Irske je sa 25% BDP-a u 2007. godini povećan na 95% u 2010. Javni dug Grčke je povećan sa 105 na 143%, a Portugalije sa 68 na 93%. Nedostatak tržišne discipline u ovim zemljama je dovelo do odlaganja strukturnih reformi, rast plata uz smanjenje produktivnosti rada što je značilo gubitak u konkurentnosti i veliku divergenciju između zemalja severa i juga.

Dužnička kriza je započela u jesen 2009. u Grčkoj, zbog slabljenja njenih makroekonomskih performansi, odakle se širi na druge članice EMU, pre svega: Irsku, Portugaliju i Španiju.

Grčka je putem kreativnog računovodstva pogrešno prikazivala svoju fiskalnu poziciju, sve do objavljivanja njene vlade oktobra 2009. da je deficit 12,5%, što je daleko iznad Mastrohskog kriterijuma. Njen kredibilitet je opao, naročito kod investitora. Ona je zarad povećanja konkurentnosti, morala da udvostruči kamatnu stopu, emituje nove državne obaveznice i, uz pomoć EU, krene u stroge strukturne reforme koje su zahtevale smanjenje zarada i carina i javne potrošnje, a povećanje poreza.

Scenario desavanja u Irskoj i Španiji je sličan onom u SAD (pucanje balona na hipotekarnom tržištu, problemi sa smanjenom konkurentnošću, rast duga stanovništva i deficit tekućeg računa). Cene kuća u Irskoj, koje su u 2007. rasle brže nego u drugim razvijenijim zemljama pale su za 50%. Mnogi ljudi su dugovali više nego što vredi njihova imovina, a banke su davale kredite za otplatu kredita. Nekompatibilno odobravanje kredita domaćih banaka, pratio je priliv stranih investicija. Priliv kapitala na tržište nekretnina stvorio je balon koji je na kraju pukao i uticao na probleme u javnim finansijama, smanjene poreske prihode i

¹⁶ Mathijs M., (2011) Not Just a German Problem: Lessons from the Global Adjustment, Crooked Timber, January

povećanu nezaposlenost. Kriza se pogoršavala pogrešnom političkom odlukom da se daju blanko garancije na sve, pa i na sumljiva potraživanja banaka. Ispostavilo se da su bankarske obaveze, za koje su date garancije Irske vlade, dvostruko veće od Irskog BDP-a. Ona je smanjila javnu potrošnju, međutim veliki deficit i kriza bankarskog sektora, dovode u pitanje njenu dugoročnu solventnost. Posle smanjenja kreditnog rejtinga Portugalije i Grčke, agencija za kreditni rejting Standard&Poor, smanjila je kreditni rejting Španije sa AA+ na AA, uz mogućnost daljeg smanjivanja. Španska ekonomija je takođe doživela udarac usled pucanja cenovnog balona na tržištu nekretnina i zašla u duboku privrednu recesiju. Tako je kriza nastavila da se širi po Evropi.

Jedinstvena monetarna politika, uz decentralizaciju fiskalne politike nosi pretnju od rizika da države članice EMU teret svog javnog deficita prebace na druge zemlje. Fiskalna nedisciplina pojedinih članica može da ugrozi težnju ECB ka ostvarivanju svog glavnog cilja- stabilnost cena. Države juga moraju krenuti u sveobuhvatne reforme kako bi poboljšale konkurentnost i fiskalnu poziciju. Moraju krenuti u konvergenciju kamata na državne obaveznice, pristupiti realnim reformama i pružiti dokaz o nameri sprovođenja, kako bi se povratilo poverenje tržišta u njihovu dugoročnu solventnost. U suprotnom se postavlja pitanje opstanka ovih država u EMU.

VII MERE ZA REŠAVANJE DUŽNIČKE KRIZA

Globalna finansijska kriza se širila na sve zemlje Evrozone, upravo zbog njihove finansijske povezanosti. Rešavanje problema iziskivalo je adekvatnu politiku i izgrađivanje sistema za obezbeđivanje finansijske stabilnosti. Kako bi se uspostavio dugoročan rast, oporavak i jačanje fiskalnog sistema i obezbedila pomoć članicama u najkritičnijem položaju, EU je započela sa primenjivanjem politike koja je obuhvatala mere kriznog menadžmentsva i institucionalne reforme.

Mere kriznog menadžmentstva obuhvataju finansijsku podršku, fiskalnu konsolidaciju i makroekonomsku stabilizaciju (hitne intervencije, finansijska pomoć, Evropski ekonomski plan oporavka, pravila za visoke deficite, pomoć za najugroženije zemlje, program za Grčku, Irsku, EFSF i EFSM).

Institucionalne reforme, odnosno sistemske mere se odnose na promenu zakonodavstva EU, a u cilju: jačanja bankarskog sektora, reforme fiskalnih pravila, formiranje Evropskog fonda za finansijsku stabilnost i promenu bankarske regulative. Detaljnija sistematizacija ovih mera obuhvata:

- jačanje nadzora,
- šest pravnih predloga o ravnoteži, SGP reforma, nacionalni fiskalni okviri, sankcije,
- Evropski semestar,
- integrisani godišnji ciklus za nadzor,
- trajni krizni mehanizam,
- Evropski stabilizacioni mehanizam,
- sveobuhvatna strategija za rast, zaposlenost i socijalnu koheziju,
- Pakt za euro plus,
- jačanje ekonomskih stubova EMU i konsolidacija politika i konkurencija,
- finansijski oporavak,
- rekonstrukcija i stresno testiranje,
- jačanje finansijske regulativa,
- regulisanje rejting agencija i hedž fondova,
- promena prudencionalne kontrole banaka, krizni mehanizam za banke,
- Evropski sistem finansijskih supervizora,

- Evropski odbor za sistemski rizik,
- Institucija evropskih supervizora.

7.1.Finansijska pomoć i reforme

Finansijska riza je eskalirala 2010.godine u Grčkoj, a zatim u Irskoj i Portugalu. Da bi se rešio problem solventnosti ovih zemalja, intervenisali su EU,EMU i Međunarodni monetarni fond, čak je ECB pružala pomoć ugroženim bankama i državama članicama. Međutim tenzije na tržištu nisu jenjavale,pa je pomoć usmerena i prema većim članicama, Italiji i Španiji.

10.maja 2010.godine, EU je zajedno sa MMF-om objavila program mera-European Stabilization Action, takozvani „kišobran spasa“. Ovaj program,za vraćanje poverenja u fiskalnu održivost Evrozone, obuhvatao je paket od 750 milijardi evra i sastojao se od dva mehanizma:

- 1.Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost(*European Financial Stability Mechanizam*)-EFSM,
- 2.Evropski fond za finansijsku stabilnost(*European Financial Stability Facility*)-EFSF.

Evropski fond za finansijsku stabilnost je prvenstveno bio namenjen državama članicama Evrozone, međutim mogu ga koristiti sva članice EU. Sredstva ovog fonda obuhvataju 60 miliona evra, koje obezbeđuje Komisija i može ih pozajmiti državama članicama na finansijskom tržištu. Države snose sve troškove pozajmice, a budžet EU garantuje izmirenje obaveza u slučaju stečaja dužnika.

Formiranjem ESF-a, omogućeno je kreditiranje Evrozone u iznosu od 440 milijardi evra, a pokriven je garancijom članica EMU od 780 milijardi evra. Radi se o finansijskoj instituciji sa sedištem u Luksemburgu, koja je u vlasništvu članica Evrozone i koja obezbeđuje finansijsku pomoć na nekoliko načina:obezbeđuje kredite državama koje imaju problema, interveniše na primarnom i sekundarnom tržištu duga, pod uslovom da ECB utvrdi postojanje vanrednih uslova na finansijskom tržištu i opasnost po finansijsku stabilnost, finansira dokapitalizaciju finansijskih institucija putem zajmova državama i deluje na osnovu programa predostrožnosti. Za finansiranje svojih aktivnosti emituje obveznice i druge dužničke instrumente na tržištu kapitala. Sve rejting agencije su joj dodelile najviši rejting-AAA, isti koji ima Evropska Komisija prilikom zaduživanja.

Ukupan fond oba mehanizma je iznosio 500 milijardi evra i formiran je kako bi državama omogućio pristup jeftinim izvorima finansiranja. Pomoć je strogo uslovljena. Da bi države mogle pokrenuti program, moraju je zatražiti i sa EK i ECB dogovoriti program makroekonomskog prilagođavanja. Ako se država nalazi u stanju fiskalne ugroženosti ili joj prete takvi događaji i van njene su kontrole, može dobiti pomoć u vidu kredita ili kreditne linije. Istovremeno sa ovim mehanizmima je reagovala ECB sa kupovinom državnih obaveznica ugroženih članica i MMF sa kreditima u iznosu od 280 milijardi evra. Program je zamišljen sa rokom trajanja od tri godine do kraja juna 2013, međutim mnogi krediti su odobreni sa dužim rokom trajanja, pa je trajanje ovog fonda produženo na neodređeno vreme pod nazivom Evropski stabilizacioni mehanizam.

Na sastanku ministara finansija Evrozone 28. novembra 2010. doneta je odluka o formiranju novog stalnog kriznog mehanizma- Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost (*European Stability Mechanism*)-EMS. Da bi se stvorio pravni osnov za formiranje stabilizacionog fonda, Evropski savet je marta 2011. godine doneo Odluku kojom se dopunjuje član 136. Ugovora o formiranju EU. Prema Odluci, član 136. Ugovora se dopunjuje tačkom 3 kojom se državama članicama monetarne unije omogućava uspostavljanje stabilizacionog mehanizma koji će biti aktiviran ukoliko je neophodno da se očuva stabilnost evrozone u celini. Amandmanom je takođe predviđeno da će finansijska pomoć biti odobrena samo ako su odobreni određeni uslovi. Odluka je doneta po pojednostavljenoj proceduri za reviziju i stupa na snagu tek posle ratifikacije u svakoj državi članici, u skladu sa njenim ustavnim odredbama. (Golubović, 2012:155,156). Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost je trebao da zameni postojeće mehanizme od prvog jula 2013. Prema Sporazumu¹⁷, potpisanom od strane država članica, EMS predstavlja međunarodnu finansijsku instituciju sa sedištem u Luksemburgu. EFSF ostaje na snazi i nakon tog datuma dok se ne izmire obaveze, a svi neotplaćeni zajmovi pod EFSM-om se nakon tog datuma otplaćuju pod novim mehanizmom. Ukupan iznos predviđenih sredstava je 500 milijardi evra. Za razliku od postojećeg mehanizma, uključivaće i privatne institucije i delovaće kao unutar-vladina institucija u skladu sa tekovinama međunarodnog javnog prava. Predviđen je i povećanje budžeta kako bi se organima EU dala veća ovlašćenja u ubiranju poreza i time manja zavisnost od uplata vlada država članica. Međutim, kako bi se to postiglo

¹⁷ Treaty establishing the European Stability Mechanism, http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05_tesm

neophodna je izmena Lisabonskog ugovora, a to znači saglasnost svih članica i neminovno dug proces.

Ugovor o Evropskom mehanizmu za finansijsku stabilnost je izmenjen jula i decembra 2011. godine u skladu sa postignutim sporazumima¹⁸. Izmenjeni ugovor je stupio na snagu septembra 2012. godine dok je sam EMS počeo sa radom 8 oktobra 2012. godine.

Ugovor o EMS-u je izmenjen i dopunjen u februaru 2012. godine kada je pomoć EMS-a strogo uslovljena pristupanjem Fiskalnom sporazumu. Pravila iz Ugovora o EMS-u nalažu da su krediti EMS-a stariji od bilo koje obaveze dužnika čime je EMS mnogo manje fleksibilan i prijateljski prema dužnicima od EFSF-a. (Lukić, 2010:193)

Kada je EMS osnovan, 17 država članica je pristalo da obezbedi gotovinski kapital u koji bi bio uplaćen u pet tranši. Do sada su države članice uplatile četiri tranše u fond čime formiran ukupn iznos gotovinskog kapitala od 65 milijardi eura. Trenutno EMS finansira indirektno program dokapitalizacija banaka u Španiji i makroekonomski program prilagođavanja na Kipru u iznosu od 50 milijardi eura. (Lukić, 2010:193)

ESM je krizni mehanizam zamišljen za rešavanje postojećih, a ne budućih problema. Zbog toga je pomoć iz ovog fonda strogo uslovljena, kako bi podstakla države članice da vode zdravu fiskalnu politiku. On će kupovati državne obaveznice ugroženih zemalja, ako su one spremne da donesu program makroekonomskog prilagođavanja i revitalizacije svojih finansija i u potpunosti ga primenjuju. Predviđeno je da pruža finansijsku pomoć u vidu zajmova koji su koncipirani kao podrška za stabilnost (*ESM Stability Support*)-ESS. Odluku o odobravanju pozajmice, tj kredita donosi Odbor Guvernera koji čine svi ministri finansija zemalja evro-zone. Rokovi pozajmice su uslovljeni prirodom problema i od procene kada će finansijska tržišta opet biti dostupna datoj zemlji. Kamata na kredit može biti fiksna i varijabilna, određena kao zbir troškova finansiranja ESM-a plus 200 baznih poena. Na kredite koji ne budu vraćeni nakon tri godine, zaračunava se dodatnih 100 baznih poena. Izuzetno ESM će kupovati obaveznice date zemlje na primarnom tržištu, absorbujući neprodate holdinge kako bi se poboljšao pristup date zemlje tržišnom finansiranju. Kako kretanje na primarnom tržištu zavisi od kretanja na sekundarnom, ESM će u dugom roku imati mogućnost da interveniše i na sekundarnom tržištu državnih obaveznica kako bi se sprečilo

¹⁸ Treaty Establishing the European Stability Mechanism Between the Kingdom of Belgium, the Federal Republic of Germany, the Republic of Estonia, Ireland, the Hellenic Republic, the Kingdom of Spain, the French Republic, the Italian Republic, the Republic of Cyprus, the Grand Duchy of Luxembourg, Malta, the Kingdom of The Netherlands, the Republic of Austria, the Portuguese Republic, the Republic of Slovenia, the Slovak Republic and the Republic of Finland, <http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf>, last visited 30 October 2013.

širenje“ zaraze“ i na druge zemlje u slučaju aktuelne tržišne nestabilnosti¹⁹. ESM će saradivati i sa MMF-om, koji će biti uključen u sve faze nadgledanja odobravanja pomoći u skladu sa sopstvenim procedurama. Takođe, važnu ulogu će imati i ECB u kreiranju programa makroekonomskog prilagođavanja i vršiće monitoring aktivnosti ESM-a.

Evropska unija je u periodu oktobar 2008-maj 2010. reagovala sa injekcijom kapitala u iznosu od 236 milijardi evra. Iznos garancija pri davanju zajmova bio je 957,7 milijardi evra, a podrška aktivni 346,5 milijardi evra, što je sve skupa činilo 26% BDP-a u EU iz 2008. godine.

Kriza je uticala i na bankarski sektor koji je osim problema sa likvidnošću imao probleme i sa solventnošću, pa su mnoge države reagovala ubrizgavanjem kapitala, što je dovelo do nacionalizacije pojedinih banaka.

Kada su u pitanju mere koje se tiču roka garantovanja obaveza nastalih emitovanjem obaveznica, prvobitno je utvrđeno da rok ne može biti duži od tri godine, kasnije je produžen na duži period, s tim što se garantovanje duga u trajanju od tri do pet godina vrši pod određenim uslovima.

Mere podrške aktivni banaka mogu imati dva vida: prenošenje aktive u drugu finansijsku instituciju i mere osiguranja aktive, odnosno zadržavanja aktive u bilansu banaka.

Prve od preduzetih mera ticala su se osiguranja depozita. U periodu pre krize propisi EU su zahtevali da minimalni iznos osiguranih depozita bude 20000 evra²⁰. U oktobru 2008. godine ministri finansija evrozona su se složili da ovaj iznos treba povećati na sumu od minimum 50000 evra. ECB je istog meseca dala mišljenje da se ovo ograničenje treba povećati na minimum 50000 evra, uz obavezu daljeg povećanja, kako bi se održalo poverenje deponenata i finansijska stabilnost²¹. Kasnije je to potvrđeno i Direktivom iz 2009. godine. Propisano je: “Kako bi se održalo poverenje deponenata i postigla veća stabilnost na finansijskim tržištima, minimalni iznos treba da se poveća na 50000 evra. Do 31. decembra

¹⁹ The European Stability Mechanism, ECB, Monthly Bulletin, July 2011

²⁰ Official Journal of the European Communities No L135/5: Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes, 1994.

²¹ Official Journal of the European Union C 314/1: Opinion of the European Central Bank of 18 November 2008 at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Directive of the European Parliament and the Council Amending Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes as regards the coverage level and the pay-out delay, 2008.

2010.godine pokriće za ukupne depozite za svakog deponenta treba da bude 100000 evra, osim ako Komisija zaključi da ovakvo povećanje i ovakva harmonizacija nije adekvatna i nije finansijski održiva za sve zemlje članice u cilju obezbeđenja zaštite potrošača i finansijske stabilnosti u Zajednici i da se izbegne nelojalna konkurencija između zemalja članica...²². Mnoge zemlje su nakon oktobra 2008 povećale minimalne iznose zaštićenih depozita. Do sredine 2010. godine u 9 zemalja je suma osiguranja po deponentu iznosila propisanih 1000000evra, dok su ostale zemlje EU izvršile usklađivanja do kraja 2010.

Prema zemljama koje bi koristile sredstva EMS-a bi primenjivati određenu vrstu pritiska, ali i stimulatивne mere. Pritisak bi se odnosio na smanjenje budžetskog deficita za period koji bi bio dovoljno dug da oslobodi sredstva za oživljavanje privrednog rasta...U ostvarivanju svoje uloge EMS primenjivao bi i:

- intervencije na sekundarnom finansijskom tržištu,
- dokapitalizaciju finansijskih institucija i
- primenu programa, tj. mera predostrožnosti

Kada su u pitanju stimulatивne mere, one bi se sastojale u nižim kamatnim stopama, što bi sprečilo akumulaciju duga. Povlašćene kamatne stope bi ukazivale na poverenje koje stiču programi pojedinih zemalja, što bi se odrazilo i na cenu obveznica države na finansijskom tržištu.

Ključna novina koju uvodi EMS je mogućnost uključivanja privatnog sektora u slučaju kada određena država ne može u potpunosti da ispuni svoje dospеле obaveze. Prema utvrđenom konceptu, sve države članice su, počev od januara 2013. u obavezi da uključe klauzulu kolektivne akcije u novoemitovane hartije od vrednosti i sa rokom dospelosti iznad jedne godine. (Golubović, 2012:156,157).

Klauzula kolektivne akcije (collective action clauses) je predviđena članom 12, stav 3 Sporazuma o EMS-u i daje mogućnost poveriocima sa najvećim udelom da promene uslove obveznica, a pri tom obavezuje i manjinske imaoce.²³ Takođe, pre odobrenja sredstava državi članici neophodno je izvršiti procenu o održivosti njenog javnog duga.

Globalna finansijska kriza je pogodila države evro zone duže i sveobuhvatnije nego ostale zemlje. Nakon finansijskog urušavanja Grčke EU je bila usmerena na Međunarodni monetarni

²² Official Journal of the European Union No L 68/3: 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, 2009.

²³ Treaty establishing the European Stability Mechanism, http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05_tesm

fond. Evro je precenjen, rizik od deflacije postojano raste, monetarnoj uniji prete mogući novi šokovi, među kojima je kolaps neke velike banke tako da MMF predlaže munjevitu akciju kako Brisela tako i Evropske centralne banke. Po preporuci MMF-a Evropska centralna banka bi trebalo da hitno doštampa evre, obnovi otkup državnih obaveznica (urušenih članica evrozona), pusti novu plimu jeftinih kredita. Evropska Unija, može po MMF-u, da povрати kredibilitet ukoliko hitno uspostavi bankarsku uniju i nekako objedini dugove, čemu se inače grčevito protivi Nemačka, najjača članica evrozona (Petrović, Jović, 2013:163). U datoj situaciji nametalo se pitanje koja institucija je u boljoj poziciji da planira i kontroliše sistem prilagođavanja koji bi opravdao finansijsku podršku. Sa jedne strane, EU ima novac i stručnost, ali se suočava sa političkim ograničenjima prilikom osmišljavanja programa prilagođavanja. Sa druge strana, MMF ima novac, stručnost i malo političkih ograničenja, ali prilikom nepoštovanja programa prilagođavanja od strane neke države (na pr. Grčke), može da učini vrlo malo osim da uskrati finansiranje. EU u takvom slučaju ima nekoliko instrumenata na raspolaganju. Može da uskrati finansiranje, a ECB može da diskvalifikuje javni dug date države iz upotrebe u okviru operacija monetarne politike. EU može da formira instituciju koja bi mogla da se nosi sa neizvršenjem obaveza.

Početakom 2010. evropski zvaničnici su plasirali ideju o formiranju Evropskog monetarnog fonda, kako bi se pojačala ekonomska saradnja i nadzor u evrozoni. Evropska Komisija je izrazila spremnost da predloži takav instrument uz podršku svih članica evrozona. Evropski pandan MMF-u bi imao sposobnost da organizuje i nadzire uredno izvršenje obaveza, ali bi i pružao finansijsku pomoć, jer se pokazala potreba za postojanjem takve institucije koja bi pružala pomoć državama u uslovima ozbiljne finansijske krize. EFM bi imao strožiji mehanizam kažnjavanja koji bi obuhvatao sledeće mere: privremena suspenzija subvencija, oduzimanje prava glasa na ministarskom nivou, prestanak korišćenja evra i privremeno isključenje iz evrozona. Delovao bi kao i MMF na svetskoj ceni u tom pogledu što bi predstavljao poslednje sredstvo kada članice zapadnu u finansijsku krizu. Prvo bi uspostavljao fiskalnu disciplinu, dakle reagovao kao monetarni stabilizator, a zatim davao pozajmice na kratak rok. Stavovi za formiranje ove institucije su oprečni. Političari se zalažu za njegovo što brže formiranje dok su mnogi, a među njima i ECB skeptični jer ovakav mehanizam nije u skladu sa temeljima monetarne unije.

7.2. Institucionalne reforme

Problemi koji se uočavaju u pravu Evropske unije u uslovima globalne finansijske krize nameću potrebu reformisanja institucionalnih okvira upravljanja u Ekonomskoj i monetarnoj uniji. Još od osnivanja Evropske monetarne unije postalo je jasno da takva unija ne može opstati bez zajedničke ekonomske politike. (Dimitrijević,2014:791-792)

Institucionalni okviri novog ekonomskog upravljanja nastali su izvan okvira primarnog prava i akata sekundarne legislative i uobličeni su odredbama Strategije za pametan, održiv i inkluzivan rast, merama u sklopu takozvanog Evropskog semestra i Sporazuma o konstituisanju Evropskog stabilizacionog mehanizma(Burge, Saghi, Spring, 2010:108-118)

Nastankom Evropske monetarne unije, države članice su se odrekle svog monetarnog suvereniteta u korist Evropske centralne banke, što podrazumeva da se komunitarno pravo EU u ovoj sveri direktno primenjuje u državama članicama i uživa primat u odnosu na nacionalno zakonodavstvo.

Ekonomska kriza je ukazala na činjenicu da se pravni mehanizmi koordinacije fiskalne politike država članica sporo realizuju u praksi zbog nemogućnosti balansiranja interesa različitih država koje teško pristaju na ograničenje svog suvereniteta (mada formalno- pravno to čine potpisivanjem komunitarnih ugovora i njihovom ratifikacijom u nacionalna zakonodavstva , ipak praktikuju selektivnu primenu istih) (Dimitrijević,2014:792-793)

U praksi se sve više javlja nepoštovanje takozvane *no bailot* klauzule,tj klauzule zabrane međusobnog finansiranja država članica unije, predviđene članom 125 Ugovora o funkcionisanju EU.

Prilikom analize monetarnog suvereniteta javlja se pitanje eksternih efekata koji se ogledaju u pokušaju subjekata, u ovom slučaju EMU, da svoju nadležnost proširi iznad teritorija država članica (što se naročito uočava na primeru države kandidata koje moraju harmonizovati svoje finansijskopravne propise sa *acquis communitaire*) u odsustvu norme međunarodnog javnog prava. (IMF,2006)

Prenošenja nadležnosti u oblasti monetarne politike, države članice se suočavaju sa troškovima i koristima njihovog članstva u EMU. Troškovi se ogledaju u gubitku samostalnosti centralne banke (kao vrhovne monetarne institucije u vođenju monetarno-kreditne politike) i korišćenja deviznog kursa kao instrumenta za ublažavanje ekonomskih šokova. Nasuprot troškovima, koristi zajedničke monetarne politike se ogledaju u snižavanju ekonomskih troškova i boljoj integrisanosti tržišta. (De Grauwe,2003:111)

Postoje dva uslova za uspešno funkcionisanje zajedničke valute, a to su ekonomski i pravni uslov. Ekonomski uslov se odnosi na pitanje da li su privrede država članica konzistentne u dovoljnoj meri. Pravni uslov za pristupanje EMU se odnosi na ispunjavanje kriterijuma konvergencije predviđene Mاستrihtskim ugovorom (odredbe o visini javnog duga, stope inflacije, kretanja deviznog kursa, i dugoročnih kamatnih stopa. (Siekamann,2011:6) Svakako za uspešno funkcionisanje evrozone potrebno je ispunjavanje i pravnog i ekonomskog uslova.

Iako Evropska centralna banka ima sva ovlašćenja kao supranacionalna monetarna institucija, iza nje ne stoji država snagom svog autoriteta , pa samim tim nema ni sankcija za nepoštovanja njenih odluka, odnosno odstupanje od predviđenih kriterijuma konvergencije. (Dimitrijević,2014.795)

Ugovorom iz Mاستrihta upostavljeni su kriterijumi konvergencije fiskalnih pravila po kojima nivo javnog duga ne sme preći iznos od 60% domaćeg BDP-a, izraženo u tržišnim cenama, a budžetski deficit ne sme biti veći od 3% domaćeg BDP-a.

Pakt o stabilnosti i rastu (The Stability and Growth Pact) donešen je 2007. godine radi detaljnog preciziranja navedenih kriterijuma konvergencije i kako bi države članice nastavile sa odgovornim vođenjem fiskalne politike i nakon ulaska u EMU.

Međutim, Pakt o stabilnosti i rastu se pokazao kao neefikasan instrument u obezbeđivanju fiskalne discipline. Od samog nastanka evropske monetarne unije dosledna primena fiskalnih pravila sadržanih u Paktu, je izostala. Poznat je primer Nemačke i Francuske, kada je Evropski Savet obustavio proceduru koja se uobičajno primenjuje u slučaju prekomernog deficita, pa se Evropska Komisija obratila Sudu pravde). Pored toga, povoljna ekonomska kretanja koja su obeležila početak 2000-tih učinila su da ovaj mehanizam u mnogome postane irelevantan.(Golubović,2012:158). Njegova neadekvatnost, iziskivala je reformu koja je sprovedena 2005 .Ova reforma se svodila na relaksiranje pravila. Zadržane su granice za budžetski defici(3%),i javni dug(60%BDP-a), ali odluka da se zemlja proglasi onom sa prekomernim deficitom uslovljena je dodatnim kriterijumima kao što su:nivo javnog duga, ciklično prilagođavanje budžeta, mogućnost da je deficit povezan sa procedurama povećanja produktivnosti, trajanje perioda sporog rasta.

Evropska dužnička kriza 2010.godine ukazivala je na potrebu nove reforme, koja je inicirana marta 2011. sa ciljem ispravljanja pravila i uvođenjem automatskih

procedura za izricanje kazni u slučaju kršenja pravila o granicama javnog duga i budžetskog deficita. Izmene Pakta o stabilnosti i rastu su se odnosile na:

- jačanje preventivnih mera,
- jačanje korektivnih mera
- otklanjanja uzroka makroekonomske neravnoteže u evrozoni i
- periodični nadzor nad ekonomskom politikom i stanjem javnih finansija.

Reforma je ojačala preventivnu i kontrolnu funkciju Pakta. Propisano je da države ne mogu preći granicu od 3% za budžetski deficit i 60% za javni dug ili moraju da se značajno približavaju toj granici, pri tome budžetski deficit treba da konvergira ka određenoj srednjoročnoj vrednosti za datu državu. Definisano je šta numerički predstavlja značajno odsupanje od ciljne vrednosti i značajno približavanje granici od 60%. Procedura u slučaju prekomernog deficita se može pokrenuti kada javni dug pređe granicu od 60% i ne postoji zadovoljavajući trend smanjivanja, što je promena u odnosu na raniji uslov, koji je za pokretanje date procedure zahtevao deficit preko 3%. Kad su u pitanju sankcije, one se uvode postepeno, počevši od „preventivnih mera“, pa do krajnje Procedure u slučaju prekomernog deficita i mogu dostići 0,5% BDP-a. Za većinu sankcija se glasa procedurom obrnute kvalifikovane većine, što znači da većina treba da bude protiv da bi se izbeglo uvođenje sankcija.

Uprkos izvršenim reformama Pakt nije uticao na fiskalnu disciplinu država članica u dugom roku, pa je bilo potrebno uspostavljanje daljih institucionalnih reformi. Neadekvatni rezultati u primeni Pakta o stabilnosti i rastu proizilaze iz odsustva kredibiliteta u implementaciji sankcija izrečenim državama, što je zahtevalo adekvatnu institucionalnu reformu. (Lastra, 2007:265-270)

Uspostavljen je novi instrument nadzora i koordinacije ekonomskih i fiskalnih politika država članica pod nazivom **Evropski semestar**. Države članice će ovom telu dostavljati planove za nacionalni budžet, pre usvajanja od strane parlamenata. Na ovaj način će se omogućiti Evropskoj Komisiji da reaguje u slučaju pretnje krize i upozori države, što je razlika u odnosu na prethodnu praksu naknadnog ocenjivanja i korigovanja. Mere Evropskog Semestra usmerene su na olakšavanje centralizacije fiskalne politike, kroz reformu Pakta o stabilnosti i rastu.

Deo paketa reformi je i **Sporazum o stabilizaciji, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji**. Radi se o međuvladinom sporazumu koji je 2. marta 2012.

potpisalo 25 članica EU (osim Velike Britanije i Češke). Ovaj sporazum je obavezan za sve članice EMU i ostale članice EU, ako žele da se pridržavaju određenih odredbi ugovora. Centralni deo Sporazuma je Fiskalni sporazum (*Fiscal Compact*), koji zahteva od potpisnica konvergenciju ka srednjoročnom cilju, definisanom Paktom, i niži nivo deficita od 0,5% (na uključujući ciklične efekte i kratkoročne mere), odnosno 1% za države čiji je javni dug značajno ispod 60%. Radi se o takozvanom „zlatnom pravilu“, koje služi za obezbeđivanje fiskalne discipline država članica. U slučaju ne poštovanja propisanih pravila korektivni mehanizam se javlja u vidu automatske akcije, osim u izuzetnim okolnostima. Kontrolu poštovanja pravila nadgledaće nezavisne institucije, a data pravila se unose u nacionalno zakonodavstvo putem odredbi stalnog i obavezujućeg karaktera (najbolje ustavnog). Ovim odredbama se uvodi novo pravilo, takozvana „kočnica za dugove“ (*debt brakes*), u cilju stabilizovanja nominalnog nivoa javnog duga. Članom 3 je predviđeno da su strane ugovornice dužne da preduzmu potrebne mere koje će obezbediti konvergenciju ka odgovarajućem srednjoročnom cilju²⁴. Evropski sud pravde može finansijski sankcionisati neunošenje pravila u nacionalne okvire i njihovo nepoštovanje u iznosu od 0,1% BDP-a. Sporazumom je takođe predviđeno jačanje kordinacije upravljanja u evrozoni, pa će se iz tog razloga sastanci Evropskog samita održavati najmanje dva puta godišnje. Sporazum nameće potrebu pojačanog nadzora i koordinacije ekonomskih politika, kao i ex ante usklađivanja planova emisija duga sa strukturnim reformama. U cilju adekvatnog primenjivanja Fiskalnog sporazuma, takođe predviđa se da parlamenti ugovornih strana aktivno učestvuju u kontroli budžetske discipline na konferenciji učesnika sačinjenoj od komiteta nacionalnih parlamenata i Evropskog parlamenta. (Vukadin, Labus, 2012:340-345)

Pravna priroda navedenog Fiskalnog sporazuma izgleda naročito sporna u pogledu dodeljivanja novih ovlašćenja institucijama EU, jer je to moguće realizovati bilo implicitno ili eksplicitno samo normama primarnog prava, bez obzira da li je reč o sužavanju ili širenju nadležnosti organa iz oblasti fiskalne politike. (Rose, 2012). Članom 5 Fiskalnog sporazuma, predviđene su značajne nadležnosti Evropske Komisije i Saveta u postupku formiranja budžeta i ekonomskih programa ugovornih strana koje imaju problema sa prekomernim deficitom.²⁵ Međutim, kako navedena ovlašćenja nisu usvojena na komunitarnom nivou, ostaje sporna njihova implementacija. Komisija ima i nove nadležnosti koje se tiču utvrđivanja trajanja vremenskog okvira fiskalne konvergencije i opštih primena principa primena

²⁴ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, <http://european-council.europa.eu/eurozone-governance/treaty-on-stability>, mart 2012.

²⁵ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, <http://european-council.eu/eurozone-governance/treaty-on-stability>, mart 2012.

korektivnih mehanizama u slučaju prekoračenja fiskalnih pravila, predviđenih Paktom o stabilnosti i rastu.

Kao posledica svega ovoga, pitanje klasifikacije i mesta Fiskalnog sporazuma u pravnim izvorima EU dobija na posebnom značaju, jer se njime prenose nova ovlašćenja sa nacionalnog nivoa vlasti na komunitarni nivo i omogućava se ad hoc korišćenje glavnih institucija od strane ugovornih strana, čime se dovodi u pitanju federalna podela vlasti na nivou EU, koja se mora utvrditi jasno i transparentno od osnivačkim aktima. (Dimitrijević,2014:799)

Regulativa o pojačanom nadzoru članica zone evra,²⁶ koje imaju ili kojima prete ozbiljni finansijski problemi, podrazumeva pojačani nadzor država koje primaju pomoć EFSF-a ili ESM-a. Takođe predviđa preduzimanje mera od strane date države za otklanjanje nestabilnosti, redovnu reviziju podataka o finansijskom sektoru i kvartalne izveštaje Komisije Radnoj grupi. Neophodno je uspostaviti procedure za odlučivanje i nadzor nad programima makroekonomskog prilagođavanja, tokom njegovog sprovođenja i nadzor nakon programa dok država ne otplati 75% svog duga.

Potreba za širom superviziom ekonomskih politika država članica evrozone rezultirala je osnivanjem **Evropskog odbora za sistemski rizik** (*European Systemic Risk Board*)-ESRB 2011. godine sa ciljem identifikovanja i analize sistemskog rizika na nivou EU. On nema na raspolaganju obavezujuće instrumente za vršenje makroprudencionalne kontrole već izdaje upozorenja i preporuke. Objavio je tri preporuke koje su dovele do usvajanja smernica o načinu razvijanja nacionalnih institucija za makroprudencionu superviziju.

„Jačanje postojećeg fiskalnog okvira u evropskoj monetarnoj uniji ostvareno je stupanjem na snagu paketa zakonodavnih mera decembra 2011. godine. Ove nove mere poznate pod nazivom (*Six Pack*), obuhvataju pet novih Uredbi i jednu Direktivu. Stupanje na snagu ovih akata predstavlja, po obuhvatnosti, jednu od najkompleksnijih promena ostvarenih od uspostavljanja Evropske monetarne unije. Usvajanjem ovog zakonodavnog paketa osnažuje se Pakt o stabilnosti i rastu, odnosno pojačava dejstvo fiskalnih pravila. Na taj način, stvaraju se pretpostavke za jačanje fiskalne discipline, stabilizovanje nacionalnih privreda i prevenciju novih kriza u Uniji“ (Golubović, 2012:160). Paket šest mera je kao

²⁶ Regulation No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 amending Council Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, Official Journal of the European Union, L 306/12.

pretpostavku transparentnosti zahtevao usklađivanje budžetskog računovodstva i statističkog obaveštavanja. Takođe, Komisija je paketom ovih mera dobila nova ovlašćenja u primeni sankcija. Naime, u situaciji kada se država članica suočava sa prekomernim depozitom i Savet donese odluku o deponovanju depozita, a država članica ne koriguje iznos prekomernog deficita, Komisija može odlučiti o pretvaranju depozita u novčanu kaznu.

Februara 2012. godine Evropska Komisija je usvojila Izveštaj o upozorenju, odnosno, **Mehanizam upozoravanja** (*Alert Mechanism Report*) kao deo paketa „Six-Pack“. Ovaj izveštaj predstavlja listu indikatora sa referentnim vrednostima na osnovu kojih EK proverava razvoj makroekonomske situacije u zemlji i na osnovu njih određuju prirodu neravnoteže, rizik od njenog pojavljivanja i potrebu za daljim ispitivanjem. Analiza rizika za posmatranu zemlju se određuje na osnovu kretanja datih indikatora tokom vremena i uzimajući u obzir sadašnja dešavanja i ona koja se predviđaju u budućnosti. Komisija donosi preporuke nakon konsultacije sa Evropskim Savetom, Evropskim Parlamentom i ESRB.

Ševovi vlada država članica usvojili su **Pakt za evro plus**, ranije nazvan Pakt za konkurentnost, u cilju efikasnije primene fiskalnih pravila. Ovaj pakt predviđa strukturne reforme u državama članicama usmerene na povećanje konkurentnosti kroz održive javne finansije, podsticanje zapošljavanja, ograničavanje rasta zarada, prilagođavanja penzionog sistema demografskoj strukturi i ograničavanje ranog penzionisanja. Radi ostvarivanja efikasnosti i konvergencije monetarne i fiskalne politike propisano je formiranje nacionalnih komiteta od strane država učesnica ovog pakta. Posebno se ističe potreba za strukturnim reformama u oblasti zarada i penzionih sistema, s tim da se u oblasti politike zapošljavanja ističe tzv. *fleksigurnost*, praćena poreskim reformama, ali uz uvažavanje rada kao izvora oporezivanja. (Dimitrijević, 2014:800) Zarad obezbeđivanja održivih javnih finansija predviđa se da direktno oporezivanje ostane u nadležnosti država članica, ali se ističe i značaj razvijanja zajedničke poreske osnovice poreza na dobit korporacija radi obezbeđivanja konzistentnosti između nacionalnih poreskih sistema i uvažavanja poreskih struktura. (Ruffert, 2011:1777-1806) Komisija dobija posebna ovlašćenja kojim posredno utiče na izmene budžetskih i poreskih zakona putem pavnog instrumenta **Paket dva** (Packet two)

Institucionalni okviri tzv. novog ekonomskog upravljanja nastali su izvan okvira primarnog prava, što znači da ne mogu imati direktno dejstvo komunitarnog prava, ali je u praksi drugačije. U analizi koncepta *novog ekonomskog upravljanja* koristan model je *koncept*

legalizacije , koji nam pokazuje da iako su novi institucionalni okviri nastali izvan okvira primarnog prava, oni sve više dobijaju njegove karakteristike.(Abbot et Al, 2002:413-418) Koncept legalizacije predstavlja faktički put modifikacije mekog prava u čvrsto pravo kroz tri dimenzije: zakonske obligacije, delegiranje nadležnosti i preciznosti. U oblasti fiskalnog prava dimenzija zakonskih obligacija je prisutna u obavezi ugovornih strana da fiskalnog sporazuma da u svoje ustave unesu odredbe o načelu srednjoročne budžetske ravnoteže, dok se dimenzija delegiranja nadležnosti ogleda u novim ingerencijama Komisije za pokretanje postupka pred Sudom pravde u slučaju neispunjenja ove obaveze (čak i kada nema predloga od strane ugovornih strana). Dimenzija preciznosti odnosi se na indikatore na osnovu kojih se uzvrđuje makroekonomska ravnoteža , u smislu podataka dobijenih na osnovu Izveštaja o privrednom rastu konkretnih država članica. Bez obzira na nesumljiv značaj novih institucionalnih mehanizama , postoji sumnja da se njima dodatno osnažuju diskreciona ovlašćenja glavnih članica EU i time povećava mogućnost deskreditovanja zajedničkih institucija. (Dimitrijević,2014:801)

Centralizivanje fiskalne politike je teško izvodljivo jer se inače radi o oblasti koja tradicionalno ostaje pod nacionalnom nadležnošću jer se države članice teško odriču svog fiskalnog suvereniteta. Opstanak Evropske monetarne unije je jedino moguć ako se izvrši usklađivanje novih institucionalnih mehanizama sa odredbama primarnog prava, uz uvažavanje pincipa proisteklih iz običajnog prava i prakse Suda pravde i nacionalnih sudova država članica. Od izuzetne važnosti je vraćanje procesa odlučivanja i upravljanja pod ingerenciju zajedničkih organa Evropske unije.

TREĆI DEO

EVOLUCIJA ULOGE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

VIII UTICAJ FINANSIJSKE I DUŽNIČKE KRIZE NA MONETARNU POLITIKU ECB

8.1.Mehanizam transmisije monetarne politike u EMU

Radi realizacije ciljeva Evropske centralne banke neophodno je postojanje dobrog mehanizma transmisije monetarne politike. Ključnu ulogu u tom mehanizmu ima finansijsko tržište. Kao svako drugo tržište, ono predstavlja organizovan način susretanja ponude i tražnje novca u najširem smislu....S obzirom na vrste finansijskih instrumenata koji su predmet kupovine i prodaje na finansijskom tržištu razlikujemo tri njegova oblika:

- 1.tržište kapitala,
- 2.tržište novca i
- 3.devizno tržište (Božić,2007:157)

Bankarske kamate zavise od od uslova refinansiranja banaka, koji su usko povezani sa visinom kamatnih stopa na novčanom tržištu. ECB utiče na te kamate promenom visine referentne stope i promenom likvidnosti. Putem glavnih operacija refinansiranja, obezbeđuje najveći deo likvidnosti banaka,a kamatna stopa u ovim operacijama je ključni indikator njene monetarne politike .Da bi međubankarsko tržište dobro funkcionisalo, potrebno je neometano kretanje likvidnosti između njegovih učesnika, tj.banaka. Ovaj proces podrazumeva da banke sa viškom dnevne likvidnosti, pozajmljuju isti bankama sa manjkom. Obim likvidnosti koji obezbeđuje ECB se određuje na agregatnom nivou, jer ukoliko likvidnost ne cirkuliše na tržištu teško je proceniti koja je ponuda adekvatna.

Tržišta hartija od vrednosti imaju veliki značaj u mehanizmu transmisije monetarne politike ECB, naročito tržište pokrivenih obveznica(*Covared Bond Market*)Radi se o dugoročnim obveznicama koje izdaju banke kako bi refinansirale postojeće kredite privatnog i javnog sektora,najviše hipotekarne. U nekim državama predstavljaju glavni izvor finansiranja banaka.

Tržište državnih obveznica utiče na sprovođenje monetarne politike na tri načina: putem cena, bilansa i likvidnosti. Državne obveznice nose sa sobom manji rizik, pa zbog toga imaju nisku kamatnu stopu. Ona predstavlja osnovu za ostale kamatne stope na tržištu, pa će kod slabiorizičnih ulaganja ulaziti u njihov sklop sa premijama. Ulaganje u državne obveznice je kolateral u međubankarskim pozajmicama, operacijama na otvorenom tržištu i kreditima centralnih banaka.

Veliku promenu na ova tri tržišta donele su finansijske inovacije, a pre svega proces sekjuritizacije. Time su radi prikupljanja sredstava banke bile preusmerene na kratkoročni segment finansijskog tržišta, što je povećalo njihovu izloženost uslovima na međubankarskom tržištu, a smanjilo uticaj promene referentne stope ECB.

Finansijske inovacije su se prvi put pojavile u SAD tokom osamdesetih godina i doprinela razvoju velikog broja nedepozitnih finansijskih institucija, koje se nazivaju „paralelno bankarstvo“ (*Shadow banking*). Institucije „paralelnog bankarstva“ su : finansijske kompanije, emitenti komercijalnih papira-derivata na bazi različite aktive, fondovi novčanog tržišta, kreditni hedž fondovi, finansijske kompanije koje pozajmljuju hartije od vrednosti, finansijske kompanije koje emituju strukturisane hartije od vrednosti i neke državne kompanije koje posluju sa finansijskim derivatima (Pozars, Adrian, Aschraft, Boeski, 2012:7). Osobina ovih institucija je da posreduju u procesu kreditne intermedijacije tako što rizičnu dugoročnu aktivu transformišu u kratkoročne obaveze, emitujući repo aranžmane, kolaterizovane obveznice, komercijalne papire i druge hartije od vrednosti na bazi podloge date aktive. Banke su ranije odobravale kredite na bazi depozita, koje su držale do isteka roka dospeća, ali pod pritiskom ovih savremenih finansijskih institucija sve više se uključuju na tržište finansijskih derivata.

Banke sve više finansiraju svoju aktivnost kroz proces sekjuritizacije. Prikupljanju sredstva na tržištu novca, emitovanjem hartija od vrednosti na bazi aktive kako bi na osnovu tih sredstava odobravale veće sume dugoročnih kredita, naročito hipotekarnih. Evropske banke su se uključile u proces sekjuritizacije u SAD, a razvilo se i tržište u Evropi. Sredinom 2007. godine svi troškovi finansiranja banaka i kamatne stope zavisili su od uslova na tržištima međubankarskih pozajmica, pokrivenih obveznicama i

strukturisanih finansijskih proizvoda. U strukturi kolateralu 2008 sa dve trećine učestvuju obveznice suverenog duga, a sa jednom trećinom strukturisane hartije od vrednosti.

Proces sekjuritizacije je uticao na transmisiju monetarne politik u dva segmenta- bankarski krediti i preuzimanje rizika, što je odvojilo odluke i uslove pozajmica od monetarne politike.

„Finansijska i dužnička kriza imaju isti uzrok, a to je značajno potcenjivanje rizika. U periodu visokih stopa rasta i niske inflacije koji je prethodio izbijanju kriz , finansijska tržišta su potcenila rizik sub-prime hipotekarnih kredita i hartija od vrednosti hipotekarnog tržišta. Sličan proces se dešavao na tržištu suverenog duga, gde nizak spread nije odražavao makroekonomske performanse pojedinih država, posebno veličinu i tempo rasta javnog duga“ (Gonzales-Paramo, 2011). Izbijanje kriza je dovelo do averzije investitora prema riziku. Preveliko oslanjanje banaka na repo tržišta, predstavljalo je izvor širenja zaraze na druge segmente finansijskog tržišta. Banke više nisu bile spremne da pozajmljuju na međubankarskom tržištu. Fokus je prebačen na državne obveznice jer su hipotekarne i druge strukturisane hartije od vrednosti postale nepoželjne kao kolateral.

Finansijske institucije koje su imale veliko učešće hipotekarnih hartija od vrednosti u kolateralu kao i banke čiji je veći udeo kolateralu bio u državnim obaveznicama, koje su emitovale države juga Evrope , bile su u jako teškom položaju i praktično izgubile pristup tržištu. Ovakve tenzije na međubankarskom tržištu uslovile su povećanje premije za rizik znatno iznad referentne stope ECB. Pretila je opasnost od zastoja u funkcionisanju platnog prometa, da će banke smanjiti pozajmice i preneti visoke troškove finansiranja na preduzeća i domaćinstva.

Evropska centralna banka je glavni nosilac monetarne politike EU i na kriznu situaciju je odgovorila standardnim merama- snižavanjem referentne stope, međutim, intezitet krize je pokazao da su primenjene mere nedovoljne, pa bilo potrebno sprovesti i nestandardne mere, kako bi se prekinuti proces intermedijacije na međubankarskom tržištu nadomestio intermedijacijom kroz centralnu banku.

Finansijska kriza je zahtevala promene u monetarnim politikama svih centralnih banaka širom sveta. To je značilo preduzimanje pravovremenih i efektivnih akcija kako bi se osigurala likvidnost, smanjili sistematski rizici i vratila stabilnost na finansijskim tržištima. ECB je kao odgovor na krizu, osim smanjenja kreditnih stopa, uvela i paket nestandardnih mera u okviru „**Programa pojačane tržišne podrške**“ i „**Programa tržišta hartija od vrednosti**“.

8.2Odgovor ECB na krizu

Delovanje ECB u periodu krize može se sistematizovati u četiri ključne faze, a to su:

- Faza finansijskih tenzija,
- Faza inteziviranja finansijske krize,
- Faza privremenog poboljšavanja uslova na finansijskom tržištu i
- Faza krize državnog duga (Kilibarda, Nikčević, Milić i Mićunović, 2011:25)

Prva faza se karakteriše, ranije pomenutom, tenzijom na međubankarskom tržištu, kada dolazi do naglog rasta premije za rizik, zastoja tržišne aktivnosti i slabljenja poverenja između učesnika na tržištu, rast neizvesnosti u pogledu njihove finansijske stabilnosti. Ovakva situacija je pretila da kulminira zastojem platnog sistema. ECB je delovala na taj način što je omogućila bankama da na prekononočnoj osnovi povlače pun iznos potrebnih likvidnih sredstava, uz kolaterale po glavnoj stopi refinansiranja. Narednih meseci ECB je sprovodila i dopunske operacije refinansiranja ročnosti od 3 do 6 meseci. Dodatne operacije za obezbeđivanja likvidnosti su sprovedene sa fleksibilnim operativnim okvirom, sa dužom listom kolaterala i strana raspoloživih za ove operacije. Dakle mere koje su primenjene u fazi rane krize, primenjene su bez izmena postojećih procedura i ključnih kamatnih stopa, pa je očuvana uloga ključnih kamatnih stopa kao signalizatora u inflacionim očekivanjima.

Period tenzija prerastao je u finansijsku krizu septembra 2008. propašću „Lehman Brothers“ banke. Širom sveta rasla je sumnja u finansijsku stabilnost vodećih banaka. Na početku krize banke su formirale velike viškove likvidnosti, povukle ukupno 95 milijardi

evra, odbacivale rizike iz svojih bilansa i pooštrile uslove kreditiranja. To je neminovno značilo opasnost po realni sektor, pogoršanje ekonomskih uslova i smanjenje trgovine. ECB je reagovala na ovaj splet okolnosti snižavanjem ključnih kamatnih stopa za 50 baznih poena, već oktobra 2008. To su činile i glavne svetske centralne banke, poput FED-a, Banke Švajcarske, Kanade i Nemačke. U maju 2009. kamatne stope na ključne operacije refinansiranja su snižene sa 4,25% na 1%.

Proces transmisije bio je ugrožen pogoršanjem na novčanom tržištu. Dolazi do pada tržišta hartija od vrednosti, povećanja premija za rizik i smanjenja kreditiranja privrede i stanovništva od strane banaka, a i povećanje kamatnih stopa na te kredite. Kako bi rešila problem finansiranja finansijskih institucija, ECB lansira paket nestandardnih mera, pod nazivom **Pojačana kreditna podrška**, koji je usvojen oktobra 2008. godine.

Evropska centralna banka, suočena sa kriznom situacijom primenila je sledeći paket nestandardnih mera:

1. Tenderi sa fiksnom stopom sa punom alokacijom sredstava u svim operacijama refinansiranja, sa različitim rokovima dospeća, gde su ponude banaka u potpunosti zadovoljene. Ovim putem je bankama obezbeđen trajni pristup likvidnosti, prema njihovim stopama i važećoj referentnoj stopi, sve u cilju kako bi se banke podstakle sa odobravanjem kredita i normalizovao ovaj deo mehanizma transmisije.
2. Produžen je rok dospeća u operacijama refinansiranja na 6 i 12 meseci, kako bi se bankama obezbedila likvidnost, smanjio rizik finansiranja, smanjili spreadovi na novčanom tržištu i kratkoročne kamatne stope održale na niskom nivou.
3. Proširena je lista hartija od vrednosti koje su prihvaćene kao kolateral u operacijama refinansiranja, a takođe povećan je i broj učesnika u ovim operacijama sa 140 na 2000, kako bi se omogućilo većem broju finansijskih institucija da učestvuju u operacijama refinansiranja ECB.
4. Podstaknuta je međunarodna saradnja glavnih centralnih banaka, gde su od posebnog značaja svop aranžmani sa FED-om, koji su omogućili tendere sa fiksnom stopom i raspodelom u dolarima kako bi se ojačao devizni segment novčanog tržišta i pomoglo bankama sa nedostatkom izvora u dolarima..

5. Objavljen je Program kupovine pokrivenih obveznica (*Covered Bond Purchase Programme*)-CBPP1, s trajanjem od jula 2009 do jula 2010, u iznosu od 60 milijardi evra. Tržište pokrivenih obveznica je praktično “presušilo” u smisli emitovanja, sprema i likvidnosti, pa je bilo neophodno preduzeti neke aktivnosti kako bi se ono oporavilo, jer inače predstavlja vrlo značajan izvor finansiranja banaka. Stoga je lansiran ovaj program u nameri da omogući blaže uslove finansiranja banaka, niže kamatne stope na tržištu novca i podstakne banke na odobravanje kredita realnom sektoru, kao i da obezbedi likvidnost tržišta privatnih obveznica²⁷.

Mere ECB, usmerene na kratkoročnu kreditnu podršku, pokazale su se delotvornim. Kao rezultat, odnos između glavne stope refinansiranja i stopa na novčanom tržištu se privremeno promenio. Dok u normalnim uslovima EONIA stopa blisko prati kretanje glavne stope refinansiranja, velika potražnja od strane banaka za likvidnim sredstvima u glavnim operacijama refinansiranja sa punom raspodelom, uslovlila je kratanje EONIA stope stopom depozita. Ponuda likvidnosti je oborila i kratkoročne i dugoročne kamatne stope, a inflaciona očekivanja zadržana na nivou cenovne stabilnosti. To je doprinelo sprečavanju pada realne aktivnosti, smanjenju sprema na novčanom tržištu, povećanom kreditiranju realnog sektora i revitalizaciji tržišta hartija od vrednosti. 2009. godine je konstantovano poboljšanje uslova na finansijskom tržištu.

Decembra 2009. godine ECB je objavila da neke od nestandardnih mera treba postepeno isključivati iz upotrebe. Odlučeno je da se od januara 2010. prekuda sa dugoročnim operacijama refinansiranja (*Long term refinancing operation*)-LTRO, koji su sa rokom od 12 meseci, a od aprila ukida LTRO sa rokom od 6 meseci. Predviđen je povratak na tender procedure za tromesečne dugoročne operacije refinansiranja po varijabilnim stopama. Okončane su i mere snabdevanje stranim valutama, u koordinaciji sa ostalim centralnim bankama, dok su ostali vidovi kreditne podrške zadržani.

U proleće 2010. opet počinju tenzije na finansijskom tržištu. Pod uticajem dužničke krize dolazi do velikog pritiska na vladine obveznice u pojedinim državama

²⁷ The ECBs Response to the Financial Crisis, ECB Montly Bulletin, Oktober 2010, p.66

evrozona. Spređ između desetogodišnjih obveznica pojedinih država i obveznica Nemačke je ubrzano rastao kao posledica zabrinutosti za održivost javnih finansija pojedinih država usled rasta deficita i javnog duga. Rast spređa je nastavio da raste u aprilu i maju 2010. U maju je izbila kriza suverenog duga Grčke, pa je ECB morala da snizi zahteve za kolateralom, tj minimalni kreditni rejting, kako be grčke obveznice i dalje bile prihvatljive. Vodeće države evrozona su najavile sveobuhvatan paket mera i formiranje EFSF-a .Ovakve okolnosti su primorale ECB da ponovo reaguje.Pored smanjenja kamatnih stopa i kreditne podrške ECB je pokrenula **Program tržišta hartija od vrednosti**(*Securities Markets Programme-SMP*).

Program tržišta hartija od vrednosti pokrenut je kako bi ECB intervenisala na sekundarnom tržištu javnog i privatnog duga,što ustvari znači intervenciju na tržištu javnih i privatnih hartija od vrednosti. Ovakvo delovanje bi omogućilo likvidnost disfunkcionalnih segmenata tržišta i omogućilo normalno funkcionisanje mehanizma transmisije monetarne politike u kojem ova tržišta imaju veliku ulogu. Kako bi se sprečilo uticanje na uslove likvidnosti, jer ovaj program nije za cilj imao dodatno ubrizgavanje likvidnosti u bankarski sektor, sve kupovine su u potpunosti neutralizovane kroz operacije za apsorbciju likvidnosti. Ovakva intervencija je diskutabilna jer je to prvi slučaj monetarizacije javnog duga u evrozoni. Inače, ključno uporište fiskalne discipline u EMU su odredbe Ugovora o funkcionisanju EU, koje su inače bile sadržane u Ugovoru iz Matrihta, koje sadrže klauzulu da nema preuzimanja dugova država članica od strane Unije. Prema članu 125. Ugovora „Unija ne odgovara za obaveze centralnih administracija, regionalnih ili lokalnih organa, drugih javnih organa ili drugih organizacija ili preduzeća neke države članice, niti ih preduzima na sebe, što nema uticaja na međusobne finansijske garancije za zajedničku realizaciju nekog specifičnog projekta...”(Golubović,2012:73). Takođe član 123 Ugovora o funkcionisanju EU predviđa da je zabranjeno odobravanje kredita od strane ECB i nacionalnih centralnih banaka državama članicama i Institucijama EU. (Golubović,2012:74) ECB je sa jedne strane sprovodila intervencije sterilizacije na nedeljnoj bazi kako bi povukla višak likvidnosti i sprečila inflaciju.

Sa druge strane, ekonomska situacija u evrozoni i relativno mali značaj grčkog duga ukazivali su da ovakva ograničena monetarizacija javnog duga ne može dovesti do inflacije. SPM se smatra najvažnijom nestandardnom merom, primenjenom od strane ECB. Izostankom ove mere, tenzije na tržištu državnih obaveznica bi ozbilno ugrozile normalno funkcionisanje mehanizma transmisije monetarne politike. Bio bi ugrožen uticaj nerizične kamate na ove obveznice, smanjena vrednost suverenog duga smanjila bi vrednost bankarske aktive, takođe bio bi smanjen značaj ovih obveznica kao kolaterala. Sveukupan rezultat ogledao bi se u masovnoj ponudi ovih hartija od vrednosti, pa bi banke morale da smanje ponudu kredita.

Pre nastupanja dužničke krize delovalo je da se evropska ekonomija oporavlja, pa se stoga očekivalo ukidanje nestandardnih mera i zatezanje monetarne politike. Međutim kriza u Gčkoj je dovela do opšteg pada poverenja u evrozoni i straha da će se kriza proširiti na druge države sa visokom javnim dugom. Postavilo se pitanje izlaska iz aktuelne politike, jer preterano ekspanzivna monetarna politika može dovesti do inflacije, ali bi promena strategije monetarne politike ECB bila shvaćena od strane tržičnih učesnika kao njeno predviđanje inflacije, tako da bi to dovelo do rasta inflacionih očekivanja. Restriktivna monetarne politika i veće kamatne stope otežavaju snižavanje javnog duga, usporavaju rast realnog BDP-a i uvećavaju primarni deficit budžeta. Više kamatne stope smanjile bi tražnju za Grčkim obveznicama, kao i obveznicama drugih problematičnih zemalja juga, što bi otežalo njihovu kasniju ponovnu prodaju na tržištu (Gerlach, 2010).

Program kupovine pokrivenih obveznica iz 2009. pokrenut je od strane ECB jer mere kreditne podrške nisu bile dovoljne da poprave finansiranje banaka, iako im je olakšano da kao kolateral koriste državne obveznice. One su postale zavisne od tržišnog finansiranja. Ovaj program je trebao da zameni oslanjanje na kratkoročne izvore finansiranja dugoročnim. LTRO sa rokom od godinu dana je trebalo da smanji zavisnost banaka od kratkoročnih izvora likvidnosti ECB i da ih podstakne na odobravanje kredita domaćinstvima i privredi. Ova mera je bila uspešna u preusmeravanju banaka na dugoročno finansiranje, međutim umesto da dobijena sredstva koriste za odobravanje

kredita realnom sektoru, one su pojačale kupovinu obveznica suverenog duga i tako podržale fiskalni aktivizam država.

Postoje dva mišljenja o razlozima za masovnu kupovinu državnih obveznica od strane banaka. Prema prvom, situacija na finansijskom tržištu i u realnom sektoru je činila da banke budu manje sklone pozajmljivanju i da namaju mnogo profitabilnih alternativa za ulaganje(Lapavitsas i ostali,2010:8). Drugi razlog za kupovinu državnih obveznica i drugih obveznica sa rejtingom AAA,je taj što ih mogu koristiti kao kolateral na repo tržištu(Bolton,P.,Jeanne,O.,2011:8).

Početakom 2010 ECB je objavila da napušta nestandardne mere, međutim usledio je oštar rast spredova na državne obveznice, pa je ECB intervenisala i maju i junu iste godine, a zatim počela da smanjuje ponudu likvidnosti, što je dovelo do toga da se banke nađu u situaciji da relativno jeftine kredite,sa širokom listom kolaterala moraju zamenjivati tržišnim izvorima sa strožim zahtevima u pogledu kolaterala. Došlo je do pojačanog pritiska na banke Grčke, Irske i Portugalije, a Španskim bankama je sve više otežavan pristup tržišnim izvorima, tako da su sve one postale zavisne od kredita ECB. Stalni krizni mehanizam-Evropski mehanizam za stabilnost ECB je posmatrala kao priliku da se povuče. Ona je povećala kamatne stope i suspendovala Program za kupovinu državnih obveznica. Prema Gaboru to je bio pritisak na evropske političare za postizanje političkog rešenja dužničke krize-jačanje fiskalnih pravila ili korak ka političkoj uniji(Gabor,2011). Svojim delovanjem ECB je uticala na zabrinutost u pogledu opstanka evrozone, ali i dala podstrek promene dizajna EMU, koji bi joj odgovaralo. No, ona ne želi veliki zaokret u strategiji monetarne politike već fokus na srednji rok prilikom realizacija svojih zadataka. To dovodi do zaključka da su stabilnost cena i finansijska stabilnost komplementarni i mogu se realizovati nezavisno. Primarni cilj ove institucije svakako ostaje stabilnost cena,s tim što bi finansijska stabilnost bila zadatak makroprudencionalne politike, te se bi se pitanje sistematskog rizika moglo posmatrati nezavisno u odnosu na odluke o visini kamatnih stopa.



Slika 3. Kretanja na tržištu državnih obveznica u evro zoni u periodu 2007-2015.

Izvor: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports>

Program tržišta hartija od vrednosti je obustavljen septembar 2012. Nakon špekulacija sa Italijanskim i Španskim obveznicama, koja je intezivirana sredinom 2012., ECB objavljuje avgusta 2012. svoj program **Direktne monetarne transakcije** (*Outright Monetary Transaction-OMT*). On predstavlja neograničenu intervenciju centralne banke za podršku vladinim obveznicama na sekundarnom tržištu-ali samo ako se države prvo dogovore o programu prilagođavanja politika sa Evropskim stabilizacionim mehanizmom-ESM-om.

Direktne monetarne transakcije predstavljaju novi instrument za neograničenu kupovinu državnih obveznica na sekundarnom tržištu sa rokom dospeća od jedne do tri godine. ECB ih kupuje na sekundarnom, a ne na primarnom tržištu zbog zabrane monetarnog finansiranja. Prihvaćene su obveznice od strane država koje zbog visokih troškova zaduživanja teško dolaze do sredstava na finansijskom tržištu. Državne obveznice se kupuju od investitora po tržišnim cenama. Nepoštovanje programa prilagođavanja vodi obustavi ovog instrumenta. Za razliku od intervencija centralnih banaka Evrosistema prema programu iz 2010. godine, direktne monetarne transakcije su *ex ante* neograničene, što ih posebno čini delotvornim u suzbijanju očekivanja da će doći do kraha evrozone (Golubović, 2014: 597).

Objava o predavljanju OMT-a bila je oličena u, sad već poznatoj, rečenici predsednika ECB Marija Dragog-„Da će ECB učiniti sve što je potrebno da sačuva evro“ (Lukić, M., 2013:198).

Nakon šest meseci pokazalo se da OMT nije poboljšao mehanizam transmisije monetarne politike. Ovaj instrument je zapravo pogoršao bankarsku krizu time što je smanjio pritisak na evropske političare za formiranje jedinstvene bankarske unije.

Nemačka se protivila neograničenoj kupovini državnih obveznica putem OMT-a, pa je pokrenuto pitanje ustavnosti ovog programa pred Nemačkim Ustavnim sudom.

„Krizu u evrozoni je moguće stabilizovati putem veće fiskalne centralizacije Evropske Unije. Finansiranje zemalja periferije evrozone, putem intervencija ECB, bez promena Lisabonskog Sporazuma, nije dugoročno rešenje. ECB kupuje obveznice ugroženih zemalja na sekundarnom tržištu, kako bi smanjila pritisak na njihove kamatne stope. Ukoliko ne bude veće fiskalne integracije, kupljene obveznice će ostati u posedu ECB-a, što predstavlja transfer fiskalnih teretova. U slučaju takvog scenarija, Nemačka će verovatno napustiti evrozonu. Nemačka neće pristati da finansira dugove drugih zemalja, bez kontrole visine njihovih fiskalnih deficita, jer je to primer *free rider* problema. Zato je neophodno promeniti Lisabonski Sporazum, kako bi Evropska Unija mogla da kontroliše visinu budžetskog deficita zemalja članica“²⁸.

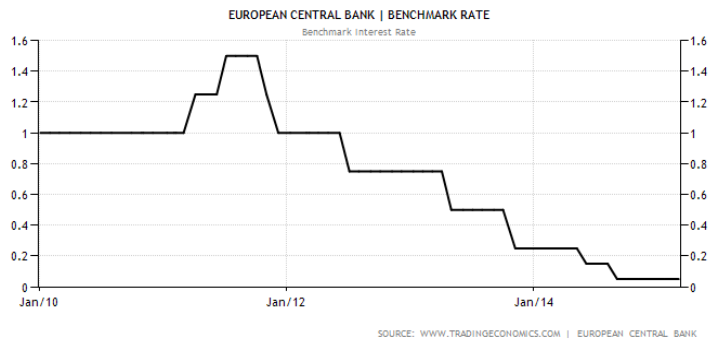
Evropa se nakon krize, koja je ostavila velike posledice suočila sa brojnim izazovima, a među njima su posebno značajne regulatorne reforme i njihov institucionalni razvoj.

Iz ECB su kao neke od daljih preporuke održivosti makroekonomske stabilnosti istakli sledeće :

1. Sprovođenje fiskalne konsolidacije i održivosti javnih finansija,

²⁸ Međunarodno okruženje, Kvartalni monitor dvobroj 25-26 april-septembar, 2011., str. 54, <http://www.fren.org.rs/sites/default/files/qm/TB.pdf>

- 2.Promocija održivog rasta i otvaranje novih radnih mesta,
- 3.Unapređenje koncepta kriznog mehanizma,
- 4.Poboljšanje ekonomskog upravljanja,
- 5.Jaćanje finansijskog sektora(Gonzales-Paramo,2011).



Slika 3. Kamatna stopa Evropske centralne banke u periodu 2010-2014

Izvor:<http://www.tradingeconomics.com>

IX BANKARSKA UNIJA I ULOGA ECB U NJENOM FUNKCIONISANJU

Globalna finansijska kriza je ukazala na ozbiljne nedostatke sistema regulacije i nadzora finansijskih institucija. Glavni nedostatak se odnosio na prudencijalna pravila za likvidnost i kapital. Situacija je zahtevala novi regulatorni i supervizijski makroprudencionalni okvir. “Od prudencionalne kontrole se očekuju da prati,procenjuje i umanju sistematski rizik u finansijskom sektoru i na taj način utiče na unapređenje performansi banaka, odnosno obezbedi odgovarajući nivo stabilnosti i poverenja u bankarski sistem“(Jović,1990:108-109).

Supervizijsku funkciju može biti poverena različitim institucijama, kao što su: ministarstvo finansija, centralna banka, agencija za superviziju banaka. Do izbijanja finansijske krize, zakonodavstvo EU najvećim delom supervizijsku funkciju prepuštena državama članicama uz određena ovlašćenja Evropskoj centralnoj banci.“Prema odredbama Ugovora, ECB nema operativne zadatke u pogledu prudencionalne kontrole finansijskog sektora, već joj mogu biti povereni specifični zadaci koji su u vezi sa politikama u oblasti kontrole kreditnih institucija i ostalih finansijskih organizacija, izuzev osiguravajućih preduzeća(nadzorna funkcija ECB predviđena je članom 127(2) TFEU i članom 3.1 i 22 Statuta ESCB i ECB kao obaveza unapređenja nesmetanog funkcionisanja sistema plaćanja odnosno nadležnosti donošenja propisa „u cilju osiguranja efikasnosti i solidarnosti sistema kompenzacije i plaćanja u okviru Unije sa trećim zemljama““(Golubović,2014:594). Ovakav sistem podrazumevao je nadnacionalnu monetarnu politiku, koja je u nadležnosti EU i prudencionalni nadzor koji je u nadležnosti nacionalnih tela država članica. Takva razjedinjenost funkcija dovela je do kumuliranja rizika i nestabilnosti finansijskog tržišta. Nastupila je dužnička kriza, koja je u stvari realizacija širenja simptoma bankarske krize, sa velikom opasnošću da ugrozi evro. Stvaranje bankarske unije, koja bi se zasnivala na jedinstvenim pravilima za finansijske usluge unutar evrozone, isticano je kao neophodnost.

MMF je zauzeo stav da bi Evropska Unija trebalo da pojača napore za stabilizaciju svog finansijskog sektora putem ubrzanog napretka ka punoj integraciji bankarskog sektora. Taj 27-člani blok se još suočava sa velik izazovima, uz nastavljanje bankarske i suverene dužničke krize, ukazao je Međunarodni monetarni fond i dodao da je neophodno sveobuhvatno rešenje na nivou Unije s obzirom da su njene banke tesno povezane. MMF je pozdravio odluku EU o formiranju centralizovanog bankarskog supervizora ali nazvao to "početnim korakom" ka formiranjem pune bankarske unije. Ukazao je na dalje korake kao što su zajednički garantni fond za spasavanje banaka, zajedničko garantovanje bankarskih depozita i jedinstvene bankarske propise. Takođe je pozvao EU da pooštri stres testove za banke kako bi se pravovremeno uočili problemi vezani za likvidnost ili strukturnu slabost banaka.

Lideri pojedinih zemalja nisu bili voljni za formiranje jedinstvene bankarske unije, jer bi to značilo da poreski obveznici jedne države članice dođu u situaciju da jednog dana spašavaju ugroženu banku druge države. Finansijski najdisciplinovanije države kao što su Holandija i Nemačka, su strahovale da će novac njihovih poreskih obveznika biti bez njihovog pitanja iskorišćen za spašavanje banaka u slabijim članicama.

Poslanici Evropskog Parlamenta, Evropske Komisije i nacionalni predstavnici u Briselu postigli su dogovor o uredbi kojom se uspostavlja centralizovani bankarski supervizor koji će delovati pod okriljem Evropske centralne banke. "Ovo je prvi korak ka uspostavljanju bankarske unije, koja mora da vrati poverenje u banke i osigura pouzdanost bankarskog sistema", rekao je komesar EU za unutrašnje tržište Mišel Barnije.²⁹

Centralizovani bankarski supervizor je predstavljao temelj za zajedničku strukturu osiguranja depozita i autoritet koji je mogao da ukida ili spašava finansijske institucije. Prema novom sistemu ECB će nadgledati najveće i najpovezanije banke sistema dok će ostale nadgledati nacionalne agencije, i ima pravo da interveniše u bilo koju finansijsku instituciju ako neka država proceni da je to neophodno. Takozvani **jedinstveni**

²⁹ <http://www.Bankar.me./Centralizovani-bankarski-supervisor.html>

mehanizam supervizije uključivaće 17 članica evrozona ali biti otvoren i za preostale članice EU koje imaju sopstvene valute.

Od 1.januara 2011.godine struktura finansijske strukture je ojačana. Prvi korak je bio osnivanje **Institucije evropskih supervizora(ESAs)**, odnosno Evropski sistem za finansijsku superviziju, koja obuhvata sledeće organe:

- Evropski regulatorni organ za bankarstvo(EBA),
- Evropski regulatorni organ za osiguranja i penzije(EIOPA) i
- Evropski regulatorni organ za hartije od vrednosti i tržište kapitala(ESMA).

Ove institucije će imati koordinacionu ulogu u superviziji finansijskih institucija u Evropi. Rešavaće konflikte između nacionalnih supervizora i njene odluke će biti obavezne. Za svaku instituciju će biti formiran takozvani Koledž supervizora, sastavljen od nacionalnih supervizora i Institucije evropskih supervizora. Evropska institucija za finansijsko tržište će direktno vršiti superviziju agencija za kreditni rejting, koje do sada nisu bile kontrolisane.

Krajem 2010.godine formiran je, već pomenuti, Evropski odbor za sistemski rizik(ESRB) kao okvir koji će ojačati supervizijsku strukturu na mikro-prudencionom, ali po prvi put i na makro-prudencionom nivou. Glavni zadatak ovog tela je makro-prudenciono supervizija celokupnog finansijskog sistema EU. Od osnivanja ESRB-a se očekuje da će doprineti u identifikaciji sistemskih rizika i učestvovati u njihovom rešavanju. Upozorenja i preporuke nisu obavezujuće, ali su korisni kako za subjekte nadzora tako i za informisanje šire javnosti. Nezavisnost ovog tela doprinosi objektivnoj oceni politike pojedinih evropskih lidera. Predstavlja najznačajniji element za bankarsku uniju.

Glavni organi ovog tela su: Opšto odbor, Upravljački odbor, Savetodavni tehnički odbor i Savetodavni naučni odbor.

Uredbom Evropskog Parlamenta i Saveta precizirana je uloga ECB u delovanju Evropskog odbora za sistematski rizik. Prema članu 2 date Uredbe, ECB obezbeđuje

analitičku, statističku, logističku i administrativnu podršku Evropskom odboru za sistematske rizike. Ova podrška uključuje:

- a) pripremu sastanka ESRB-a,
- b) prikupljanje i obradu informacija, uključujući i obradu statističkih podataka,
- c) pripremu analiza neophodnih za realizaciju zadataka ESRB, uz uvažavanje tehničkih saveta nacionalnih centralnih banaka i supervizora,
- d) administrativnu podršku u međunarodnoj saradnji sa drugim relevantnim telima u pogledu makrobonitetskih pitanja i
- e) podršku radu organa ESRB³⁰.

„Ovako definisani zadaci daju Evropskoj centralnoj banci prostor za učešće u svim fazama makroprudencionog nadzora. Prikupljanjem i analizom podataka ona je u poziciji da blagovremeno prepozna rizike kojima je izložen bankarski sektor, kao i da pomogne njihovom umanjenju davanjem odgovarajućih upozorenja i preporuka. Evropska centralna banka na taj način postaje aktivan činilac politike nadzora kreditnih institucija u državama članicama“ (Golubović 2014:596).

Ministri finansija Evropske unije su 13. decembra 2012. godine na sastanku u Briselu postigli dogovor o jedinstvenom nadzoru banaka u evrozoni. Ovaj sporazum se smatra ključnim u preuzimanju fiskalnih ovlašćenja od pojedinih država članica i proglašava Evropsku centralnu banku za nadzorni organ 17 zemalja EU koje koriste evro kao i svaku drugu zemlju koja se pridruži EMU. ECB su dodeljena velika ovlašćenja, a bankama otvoren put za direktnu pomoć evropskog fonda, što se smatra ključnim za izlak EU iz dužničke krize.

Prema sporazumu sve banke koje imaju više od 30 miliona aktive, odnosno koje predstavljaju 20%BDP-a, biće stavljene pod direktan nadzor ECB, koja može da odluči o uvođenju nadzora nad bilo kojom bankom. Ovlašćenja ECB se odnose na mogućnost dodele ili oduzimanja dozvola bankama, istragu i finansijsko sankcionisanje. Predviđeno je da nadzorni organ počne sa radom marta 2013., i da se do 2014. godine ovlašćenja

³⁰ Council Regulation(EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board(OJ L 331,15.12.2010,p.162)

postepeno povećavaju do potpune operativnosti. Sistemom nadzora je obuhvaćeno 6000 evropskih banaka, s tim što će ECB direktno nadgledati 150 velikih, a manje banke će ostati pod kontrolom nacionalnih regulatornih tela. Poslanici Evropskog Parlamenta imaće pravo da odobre kandidate ECB za mesto predsednika i zamenika predsednika ovog novog jedinstvenog supervizora. Evropska centralna banka ostaje nezavisna u svojim odlikama u pogledu monetarne politike.

Stvaranje bankarske unije je od velikog značaja za EU, jer su slabe banke jedan od glavnih razloga njenih finansijskih problema. Mnoge države su oslabile sopstvene finansije pokušavajući da pomognu svojim bankama, a najvažniji deo sporazuma je upravo direktan put ka pomoći iz evropskog fonda za ugrožene Evropske banke.

Bankarska unija predstavlja reformu evropskog bankarskog sektora i omogućava da poreski obveznici više ne snose troškove bankarskih kriza, čime se okončava era velikih paketa pomoći za banke. Veliki značaj ovog novo sistema ogleda se u tome što će svojim radom promovisati finansijsku stabilnost i obezbediti da banke mogu da pozajmljuju novac realnoj ekonomiji i tako podstiču rast i zaposlenost.

Novi regulatorni okvir sa zajedničkim pravilima za sve banke 28 država članica predstavljaju temelj bankarske unije. Sprečavanje bankarske krize regulisano je Direktivom i Uredbom o kapitalnim zahtevima(MEMO/13/690), a u slučaju poteškoća banke će utvrditi zajednički okvir upravljanja postupkom, uključujući i način za primerenu likvidaciju, što je propisano Direktivom o oporavku i rešavanju banaka (MEMO/14/297). Direktiva o sistemu osiguranja štednih uloga(DGS MEMO/14/296) u svakom trenutku svim štedišama u EU garantuje sigurnost njihovih štednih uloga do 100 000 eura (po deponentu po banci).

Bankarsku uniju čine: **Jedinstveni nadzorni mehanizam** i **Mehanizam jedinstvenog rešenja**. Propisano je da Jedinstveni nadzorni mehanizam treba da počne sa radom krajem 2014 i bude zadužen za direktno nadgledanje oko 150 banaka evrozone, dok će nekoliko hiljada ostalih nadzirati posredstvom vlada država članica EU. Za Mehanizam jedinstvenog rešenja, predviđeno je da početkom 2015.godine krene sa rada

i u nadležnosti ovog tela je da po potrebi reaguje tako što će stabilizovati ili ugasiti određenu banku pre nego što nanese štetu široj ekonomiji.

Prilikom donošenja sporazuma o bankarskoj uniji najveća tačka razdora među ministrima finansija bila je neslaganje Francuske i Nemačke ko će donositi odluke o sanaciji ili likvidaciji banaka. Francuska se zalagala da tu odluku donosi Evropska Komisija, dok je stav Nemačke bio da tu odluku trebaju da donose članice EU. Postignuto rešenje je bliže nemačkom stavu, s obzirom da će Mehanizam jedinstvenog rešenja uključivati savet za sanaciju koji će odlučivati o sanaciji ili dokapitalizaciji određene banke.

Iako je odluka o formiranju bankarske unije donešene jula 2012. godine, prilikom usaglašavanja njene strukture dolazilo je do izvesnih nesuglasica, pa se čak i verovala da se Velika Britanija protivi njenom uspostavljanju. Naime, prema dokumentima do kojih je došla njujorška agencija Blumber postojala su dva prilaza strukturi bankarske unije. Konceptija "velikog brata" predviđa da ECB ne samo donosi značajne strateške odluke, već da svakodnevno kontroliše sve banke Evropske Unije. Ovu ideju su lobirali zvaničnici koji rade na novim finansijskim propisima EU. Britanija je, sa druge strane, podržavala koncepciju "lakog dodira", shodno kojoj ECB ostaje najvažniji organ u donošenju odluka u evrozoni, a svakodnevna kontrola se prepušta nacionalnim centralnim bankama. Zvaničnici EU su predviđali da pod nadzor ECB prvo dolaze velike banke koje su već dobile državnu pomoć, ali Velika Britanija smatra da bi u prvu grupu trebalo uključiti od 100 do 150 banaka, s tim što bi se ostale postepeno priključile za tri godine ako vanredni događaji ne nateraju ECB da se umeša ranije³¹.

Jedno od najbitnijih pitanja koje je moralo biti rešeno zarad izlaska iz dužničke kriza jeste pitanje regulacije i nadzora finansijskih institucija i finansijskih tržišta na nacionalnom i međunarodnom nivou. Stabilnost finansijskog tržišta i čitave ekonomije zavisi od solventnosti i likvidnosti banaka i sposobnosti da prevaziđe "šokove".

³¹ <http://www.nspm.rs/Blumberg:Britanija-se-protivi-bankarskoj-uniji>

Stres-testovi predstavljaju mehanizam simuliranja negativnih dešavanja na tržištu i procena sposobnosti banaka da ih izbegne bez mogućstva dokapitalizacije.

Prvi evropski stres-test sproveden je jula 2010.godine. Test je sprovedla Evropska Komisija sa minimalnim pragom adekvatnosti kapitala od 6%. On je obuhvatio je 90 banaka.5 španskih, jedna grčka i jedna nemačka nisu zadovoljile uslove, a dve irske banke koje su prošle test su kasnije nacionalizovane.

Evropska Unija je osnovala tri nove institucije, kao odgovor na krizu i o njima je već bilo reči. To su nadzorna tela za: banke, za hartije od vrednosti i tržišta, za osiguranje i profesionalne penzije.

Evropska agencija za banke je osnovana krajem novembra 2010.godine, a nasledila je Komitet evropskih supervizora banaka(CEBS). Ova agencija je sprovedla stres-test, test otpornosti na udare kojim je obuhvatila 90 banaka, što predatavlja 65% evropskog bankarskog sektora. Predviđeno je da se rezultati ocenjuju sa „prošla“, „nije prošla“ i „jedva prošla“, kako bi se slabije banke podstakle na dokapitalizaciju. Banka koja je imala stopu adekvatnosti kapitala od najmanje 5% je prošla test. Osam banaka nije prošlo test. Od toga su pet iz Španije, jedna iz Austrije(Folsbank) i dve iz Grčke(„ATE Bank“ i „EFG Euro Bank“). Ove banke su hitno morale da preduzmu mere za povećanje svojih rezervi u slučaju gubitaka. Pored njih još 16 banaka je „jedva prošlo“ test.

Evropska agencija za osiguranja i penzijska osiguranja je 2011.godine sprovedla test za osiguravajuća društva. Testom je bilo obuhvaćeno 221. društvo za osiguranje i reosiguravanje, što je 60% osiguravajućeg tržišta EU.

X ULOGA EVROPSKE CENTRALNE BANKE KAO ZAJMODAVCA U POSLEDNJOJ INSTANCI

Evropska centralna banka je dizajnirana po ugledu na nemačku Bundesbanku, što znači da u svom funkcionisanju prati monetaristički model monetarne politike. Monetaristički koncept svodi ulogu centralne banke na čuvara cenovne stabilnosti, u slučaju ECB mereno indeksom potrošačkih cena. Rihter i Valu ističu da postoje dve osnovne greške u dizajnu ECB, a to su monetaristička opsesija cenovnom stabilnošću i nedemokratski, nedovoljno odgovorni i netransparentni status ECB u institucionalnim aranžmanima EU (Richter, Wahl:2011). Lisabonskim Ugovorom(član 282)³², kao osnovni cilj ECB se predviđa održavanje cenovne stabilnosti. Takođe je dužna da pruža podršku osnovnim politikama Unije, međutim bez dovođenja u pitanje prvog cilja. Ovako definisani ciljevi ECB, uticali su da ona zanemari rast, zapošljavanje, rast cena finansijske aktive i finansijsku stabilnost .U Statutu³³ ESCB i ECB su navedeni ekonomski ciljevi kojima treba da teži ECB, ali su jasno podređeni primarnom cilju, takođe obezbeđivanje finansijske stabilnosti nije uključeno u Statut. S obzirom na proklamovanu nezavisnost, finansijsku odvojenost i sopstveni budžet, ECB je sama kvantitativno odredila svoj cilj. Njena monetarna politika i uloga nisu predmet demokratske debate i podložne promeni s obzirom na napredak u ekonomskoj teoriji.

ECB nije na vreme reagovala na dužničku krizu. Ona je jula 2008.godine zbog straha od inflacije, nakon kolapsa pojedinih evropskih banaka,podigla referentnu kamatnu stopu na 4,25%. Oktobra iste godine je procenila da se radi o krizi širokih razmera i počela da snižava kamatnu stopu dok nije dostigla 1% maja 2009.godine. Njena reakcija na posledice krize se ogleda u primeni nestandardnih mera monetarne politike. Ove mere predstavljaju kreditnu podršku i obuhvataju: kupovini obveznica, ublažavanje kriterijuma za pozajmice i prihvatljivi kolateral, kao i produženje roka dospeća u operacijama refinansiranja. Na ovaj način, ECB je obezbeđivala potrebnu likvidnost bankama i delovala kao zajmodavac u poslednjoj instanci. 2010.godine je jačala dužnička

³² Treaty on European Union and the Treaty on the Funktioning of the European Union OJ C 306,2007

³³ Protokol on the Statute of the European system of central banks and of the European Central Bank,OJ C 191,1992,page 2-5

kriza, pa se ECB opet javlja u ulozi zajmodavca u poslednjoj instanci i to na tržištu suverenog duga. Maja iste godine je pokrenut Program tržišta hartija od vrednosti(SMP), kako bi ECB mogla da indirektno da pozajmljuje državama novac kroz kupovinu suverenog duga na sekundarnom tržištu. Ovaj instrument je ukinut septembra uvođenjem novog, pod nazivom Direktne monetarne transakcije (OMP).

Vladama država članica bio je potreban kredibilan izvor likvidnosti. To podrazumeva zajmodavca u krajnjoj instanci koji može da obezbedi likvidna sredstva u potrebnom iznosu i bez odlaganja. Procenjeno je da je potreban kapacitet zajmodavca u poslednjoj instanci 3 milijardi evra, na osnovu obveznica koje dospevaju i deficita budžeta (Buitier,Rahbari,2012:2-13)

Ulogu zajmodavca u krajnjoj instanci na tržištu državnih obveznica u EMU ne mora da ima isključivo ECB. Države članice su kreirale EFSF, a kasnije i ESM, kao zajedničke izvore likvidnosti. Bile su na to primorane jer ECB ne želi da obavlja ovu ulogu (Buitter, Rahbari, 2012:2-13). De Gruv ističe da ovi EFSF i ESM ne mogu imati potreban kredibilitet da zaustave širenje panike na tržištu suverenog duga, jer ne može da garantuje da će u svakom momentu moći da obezbedi novac za vlasnike obveznica. Ukupna suma koju EFSF može da obezbedi je 700 milijardi evra, što je nedovoljno da pokrije celokupne potrebe za finansiranjem. Ta sredstva nisu unapred obezbeđena, odnosno nisu raspoloživa na zahtev. EFSF se finansira na tržištu, uz garanciju članica, pri tome članice ne garantuju solidarno, već proporcionalno učešću u kapitalu ECB. Takođe on navodi da je EFSF kreiran da istovremeno rešava probleme nelikvidnosti i nesolventnosti. On treba da obezbedi likvidnost vladama koje imaju kratkoročnih problema sa finansiranjem svojih obaveza, ali i da rešava problem moralnog hazarda koji nastaje zbog tog obezbeđivanja likvidnosti. Da bi smanjio problem moralnog hazarda EFSF nameće stroge uslove za pružanje pomoći, što otežava rešavanje problema nelikvidnosti i utiče na njegovo prerastanje u nesolventnost (De Grauwe, 2011:12). Struktura upravljanja ovog tela je diskutabilna, jer svaka država ima pravo da uloži veto, koja će prilikom donošenja odluka neminovno biti pod uticajem političkih interesa.

Ulogu zajmodavca u poslednjoj instanci za države EMU može imati i neka eksterna institucija, kao što je MMF. Međunarodni monetarni fond je pružao pomoć Grčkoj, Italiji i Španiji, ali je i njegova pomoć ograničena. U februaru, 2012., njegov finansijski kapacitet je iznosio nešto manje od 400 milijardi dolara, što je nedovoljno da bi bio garant za obaveze država EMU (Buitter, Rahbari, 2012:15). Njegovi zajmovi mogu biti samo podrška, a ne osnova za finansiranje država u slučaju krize likvidnosti. Mnoge države u razvoju kao i SAD i Kanada, smatraju da su uslovi pozajmljivanja sredstava za zemlje evrozone od strane MMF-a blaže nego za sve ostale.

Neograničenu, kredibilnu podršku likvidnosti državama EMU može da obezbedi samo Evropska centralna banka, a ne EFSF ili MMF. Ona je obavljala ovu ulogu kupovinom državnih obveznica ili njihovim prihvatanjem kao kolaterala za pozajmice

bankama, međutim izrazila je da sa takvom praksom ne želi da nastavi. Događaji na finansijskom tržištu su uticali da ona nastavi sa obavljanjem funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci. Bilans aktive ECB je porastao preko 3 triliona evra, a polovinu bilansne sume u februaru 2012 su činile pozajmice bankama. 2011.godine ukupne pozajmice bankama su činile 35% bilansa. Naredne godine dolazi do porasta te sume na 47%, koju čini zbir suma Glavnih operacija refinansiranja(MRO), dugoročnih operacija refinansiranja(LTRO) i hitne pomoći likvidnosti(ELA-Emergency liquidity assistance).

Kapacitet ECB kao zajmodavca u poslednjoj instanci je procenjen na 3,4 triliona evra .Od toga je 80 milijardi evra njen kapital,394 milijardi kapitalni dobitci,a 2,9 triliona evra diskontovana neto sadašnja vrednost budućeg neinflatornog senjoraža.

ECB, po mišljenju Bjueter i Rahbarija, može da obavlja funkciju zajmodavca u krajnjoj instanci na 4 načina:

1.Prvi način podrazumeva trajnu kupovinu državnih obveznica na sekundarnom tržištu pod SMP programom, što je direktni instrument. Pomoću ovog programa mnoge banke su spašene bankrotstva. Međutim,kupovina hartija od vrednosti na sekundarnom tržištu ne može da zadovolji potrebe država za novim izvorima finansiranja po prihvatljivoj kamatnoj stopi. Iako je ECB bila na kupovinu hartija od vrednosti, ona je saopštavala da to neće više raditi, što je dovelo do rasta sumnje na tržištu da države neće biti sposobne za izmirivanje svojih obaveza,pa je to izazvalo mnogo veću potrebu za intervencijama od strane ECB. Ove kupovine bi bile mnoge efikasnije da su obavljene na primarnom tržištu, međutim to je izričito zabranjeno članom 21 Statuta ESCB i ECB³⁴ i članom 123 TEFE-a³⁵. Podrška u okviru programa SMP-a nije uslovljena analizom održivosti duga, niti preduzimanjem fiskalnih i strukturnih reformi, pa je zbog toga potencionalna opasnost za oslabljivanje fiskalne discipline i prerastanje nelikvidnosti u nesolventnost.

³⁴ Protokol on the Statute of the European system of central banks and of the European Central Bank,OJ C 191,1992,page 2-5

³⁵ Treaty on European Union and the Treaty on the Funktioning of the European Union OJ C 306,2007

2. Drugi način za obavljanje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci od strane ECB jesu indirektno kupovine suverenog duga preko banaka na primarnom tržištu. Ovakav sistem podrazumava da ECB obezbeđuje kredite pod povoljnijim uslovima (niže kamate i blaži zahtevi za kolateralom), putem trogodišnjeg LTRO, sa potpunom alokacijom sredstava. Banke i druge finansijske institucije su primorane da upotrebe ova sredstva za kupovinu suverenog duga njihove zemlje, često na primarnom tržištu i uz niže prinose. To znači da se izloženost ovih institucija, po osnovu obveznica suverenog duga, dodatno povećava. S obzirom da su ublaženi uslovi za pozajmice, može se desiti da se ovim putem održavaju nesolventne banke ili podstiče neoprezno pozajmljivanje, i tim putem stvoriti rizik od finansijske nestabilnosti u srednjem roku.

3. Treći način se zasniva na pozajmicama nacionalnih centralnih banaka MMF-u koji ta sredstva koristi za pozajmljivanje državama evrozone. Programi podrške MMF-a su uslovljenim preduzimanjem finansijskih istrukturnih reformi, ali kao što je već navedeno, postoji problem u nedovoljnim sredstvima i nedovoljno brzom reagovanju, a takođe ne postoji dovoljna politička podrška programima MMF-a.

4. Četvrti način se odnosi na mogućnost da ESM dobije pristup likvidnosti ECB i sredstva upotrebi za kupovinu hartija od vrednosti na primarnom tržištu, a svoje pozajmice uslovi analizama održivosti duga kao i fiskalnim i strukturnim reformama. To ostavlja prostora Evropskoj centralnoj banci da se brine o svom glavnom cilju - stabilnost cena i kontroli likvidnosti. Ministri finansija vode računa o javnom dugu, a u slučaju krize nepoverenja na tržištu, postoji institucija koja to može da spreči i obezbedi nedostajuću likvidnost. Ovaj način do sada nije korišćen. Gros i Majer ističu da bi ESM morao biti registrovan kao specijalna kreditna institucija koja će u slučaju potrebe imati pristupa likvidnosti zajmodavca u poslednjoj instanci (Gros, Mayer, 2011:3).

Postoji nekoliko ključnih argumenata koji su kategorički protiv uloge ECB kao zajmodavca u poslednjoj instanci.

1. Pre svega, De Goawe ističe da bi ovakvo delovanje ECB moglo biti uzrok inflacije, jer se kupovinom hartija od vrednosti povećava novčana masa (De

Groawe,2011). Međutim porast monetarne baze u uslovima krize ne mora da znači automatski porast količine novca u opticaju. Dobijenu likvidnost od centralne banke, poslovne banke mogu koristiti za povećanje sopstvene likvidnosti i nekoristiti je za odobravanje kredita. Takođe i ekonomski subjekti realnog sektora mogu se uzdržavati od potrošnje, što utiče na sve veće jačanje gotovine, pa se i tražnja za gotovinom u takvom periodu povećava. Ukoliko centralna banka ne reaguje na ovaj rast tražnje, može doći do prerastanja finansijske krize u recesiju, pa čak i u deflaciju. Pokazalo se da rast primarnog novca nije uticao na kretanje M3. ECB je odlučila da steriliše efekte kupovine Španskih i Italijanskih obveznica na monetarnu bazu, iako one nisu mogle bitnije da utiču na inflaciju.

2. Druga zamerka se odnosi na mogućnost da ECB pretrpi gubitke usled nemogućnosti da država, čije obveznice poseduje, ne izmiri svoje obaveze. Mada takva opasnost postoji u svim operacijama na otvorenom tržištu, a ECB svojim delovanjem na tržišti državnih obveznica smanjuje mogućnost bankrotstva država koje su izdale obveznice.

3. Treća zamerka ističe problem moralnog hazarda, jer ovakvim delovanjem ECB, države članice mogu biti podstaknute na preveliko emitovanje javnog duga. Međutim ovaj problem je već postojao u bankarskom sektoru, gde je centralna banka zajmodavac u poslednjoj instanci za sve banke i rešava se uvođenjem strogih pravila za emisiju duga, čiju primenu kontroliše supervizijsko telo. Države članice mogu učestvovati u programu OMT ako su spremne da preduzmu mere fiskalne konsolidacije i dobiju pozitivnu ocenu preduzetih mera od strane institucija EU. Usaglašenost ekonomskih politika se ostvaruje u okviru Evropskog semestra³⁶.

Pod uticajem monetarističke teorije, ECB je bila okupirana inflaciom, ali finansijska kriza je uticala da finansijska stabilnost bude podjednako važan cilj. Jer u

³⁶ Regulation(EU) No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 amending Council Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, Official Journal of the European Union, L 306/12

uslovima krize samo centralna banka može da stabilizuje bankarski sektor.

OMT se pokazao kao ključna mera za očuvanje finansijske stabilnosti. Iskazivanje spremnosti ECB da interveniše korišćenjem ovog nestandardnog instrumenta, u meri u kojoj je to potrebno, imalo je trenutne efekte na finansijsko tržište EU. Ne samo da su prezaduženim državama članicama postala dostupna sredstva po nižoj kamatnoj stopi, već su i značajnoj meri redukovane tenzije u evrozoni. U nedostatku efikasnih institucionalnih rešenja koja će obezbediti vitalnost evrozone (bankarska i fiskalna unija), Evropska centralna banka bila je jedina institucija koja je bila u stanju da upotrebom odgovarajućih instrumenata stabilizuje uzdrmani finansijski sistem Unije (Golubović, 2014: 599).

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Globalna finansijska kriza je kulminirala 2008.godine, zahvatila i još uvek traje, a njene posledice se još uvek ne mogu sagledati. Osnovni uzroci krize su: neadekvatan nadzor i regulativa rada finansijskih institucija, koji je doveo do povećanja špekulativnih aktivnosti i rasta nepoverenja na finansijskom tržištu. Posledica toga je slom finansijskog sektora i recesija svetskih razmera. Na području evrozone kriza je spustila veo sa, do tada, prikrivenih nedostataka institucionalnog aranžmana Evropske monetarne unije. Plan za izlazak iz nepovoljnih okolnosti uključivao je sveobuhvatne strukturne reforme, ali i pružanje finansijske pomoći ugruženim državama. Ključne reakcije su se ogledale u podršci finansijskom sektoru. Evropska centralna banka, kao institucija Evropske Unije, je jedina bila u stanju da pravovremeno reaguje na izazove krize. Njeno delovanje se u početku svodilo na smanjenje ključnih kamatnih stopa, ali ubrzo su usledile drugačije aktivnosti, kod koji su od izuzetne važnosti preduzeti paket nestandardnih mera, inače sproveden u okviru „Programa pojačane kreditne podrške“ i „Programa tržišta hartija od vrednosti“. ECB je uvek bila posvećena ostvarivanju svog osnovnog cilja, a to je stabilnost cena. Međutim, novonastale okolnosti su iziskivale drugačije delovanje, pa se sve veći značaj pridaje obezbeđivanju likvidnosti i finansijske stabilnosti na području Evropske Unije. Kriza je uticala da ECB proširi svoju ulogu kako u pogledu ciljeva (finansijska stabilnost), tako i u pogledu funkcija (bankarska supervizija) i vrste instrumenata koje koristi. Sve ove promene su na granici zakonitosti. Od posebnog značaja su direktne monetarne transakcije, koje su ugroženim državama članicama obezbedile pristup sredstvima po povoljnoj osnovi i stabilizovale dešavanja na finansijskom tržištu.

Centralna banka Evrosistema preduzima funkciju zajmodavca u poslednjoj instanci kako prema bankarskom sektoru, tako i na tržištu suverenog duga. Promene institucionalnog okvira EMU su se odražavale i na promene funkcionisanja njene centralne banke. ECB je dobila veći broj nadležnosti kako bi mogla adekvatno da deluje i stabilizuje finansijski sektor Evropske Unije. Uspostavljanjem makrobonitetskog nadzora nad finansijskim institucijama i jedinstvene bankarske unije proširilo je

ovlašćenja koja ECB ima u procesu nadgledanja i kontrole banaka i drugih finansijskih institucija. Procenjeno je da je zbog svoje kompetentnosti i autoriteta, upravo ECB, najadekvatnija ustanova kojoj bi bila poverena najviša instanca u bankarskoj superviziji. Njeno delovanje u ovom području se ogleda u nadzoru, kao i upućivanju preporuka i upozorenja, koji iako nisu obavezujući, značajno doprinose stabilnom funkcionisanju bankarskog sektora.

Evropska centralna banka je u uslovima globalne finansijske krize morala da menja svoje osnovne principe i pravce delovanja. Pokazala se kao najsposobnija institucija Evropske Unije prilikom odluke o obliku i pravovremenosti preduzimanja neophodnih mera. Može joj se pripisati titula glavnog aktera u stabilizaciji izuzetno teških okolnosti koji su ugrožavale evrozonu i pretile opstanku Evropske monetarne unije. Njeno delovanje je doprinelo vraćanju poverenja na finansijsko tržište i koordinisalo niz aktivnosti preduzetih u pravcu oporavka od posledica do sada najveće dužničke i finansijske krize globalnih razmera.

POPIS KORIŠĆENE LITERATURE

1. Abbot, K., Kohne, R., Moravcsik, A., Slaughter, A. M. (2002) The Concept of legalization. *The International Organization*. 54(3). 413-418
2. Boldvin, R., Viploš, C., *Ekonomija evropskih integracija, Data status*, Beograd, 2010. p. 499-500
3. Bolton, P., Jeane, O. (2010), *Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies*, p. 3
4. Bohinger, C., Thomas, S., Spring, R., Swoboda, O. (2013). *Governance of EU Coordination*. U *Visions for Economic Policy Coordination in Europe*. Viena: bmwfj. 108-118
5. Buiters, W., Rahbari, E. (2012), *The ECB as a Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series, No 8974, *International Macroeconomics*, p. 2-13
6. Božić Milorad, (2009), *Ekonomika politika*, Pravni fakultet u Nišu, Centar za publikacije, Niš, 2009
7. Dimitrijević Marko (2014), *Institucionalni oviri novog ekonomskog upravljanja u Evropskoj uniji (Evropski semestar)*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Nišu, broj 68.
8. De Grauwe, P. (2003) *Economics of Monetary Union*. Fifth edition. Oxford: Oxford University Press
9. De Grauwe, P. (2011), *Only a more Active ECB Can Solve the Euro Crisis*, CEPS Policy Brief, No. 205, August
10. De Grauwe, P. (2011), *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, CES info Working Paper No. 2569; Category 7: Monetary Policy and International Finance, p. 12
11. Gabor, D. (2011), *The ECB and the European Debt Crisis*; <http://westengland.academia.edu/DanielaGabor/Papers>
12. Georg Kuper, *Uzroci finansijskih kriza*, Masmmedia, Zagreb, 2009., str. 31-32
13. Gerhalach, S. (2010), *The Greek Sovereign Debt Crisis and Financial Stability*, Goethe University of Frankfurt, Policy Platform, White Paper, June

14. Golubović, dr. Srđan, Evropska monetarna unija, Institucionalni aspekti, Centar za publikacije, Pravni fakultet u Nišu, 2007.
15. Golubović, dr. Srđan, Fiskalna pravila u Evropskoj monetarnoj uniji, Studentski kulturni centar Niš, 2012.
16. Golubović, dr. Srđan, Evolucija uloge Evropske centralne banke u uslovima globalne finansijske krize, Pravni život, br. 11/2014
17. Gonzales-Paramo, J.M. (2011), The ECBs Monetary Policy During the Crisis, Member of the Executive Board of the European Central Bank, Closing Speech at the Tenth Economic Policy Conference, Malaga, 21 Oktober, BIS Central Banker Speeches
18. Gros, D., Mayer, T., (2011), Refinancing the EFSF via the ECB, Center for European Policy Studies, p.3
19. Jović, S., Bankarstvo, Beograd, 1999, str. 108-109
20. Kilibarda, mr. Milica, Nikšević, mr. Aleksandra, Milić Darja i Mićunović Aleksandra, Globalna Finansijska kriza i odgovor EU, Radna studija br. 21, Sektor za istraživanja i statistiku, Centralna banka Crne Gore, Podgorica, 2011
21. Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Lindo, D., Michell, J., Paineira, J.P., Pires, E., Powell, J., Stenfors, A., Teles, N., (2010), Eurozone crisis: Beggar Thyself and The Neighbour, RMF Occasional Report, March
22. Lukić, dr. Maja, Evolution through rescue-a legal perspective on mechanisms applied in rescuing the European monetary union, Annals FLB-Belgrade Law Review, No. 3, 2013
23. Matthijs, M., (2011), Not Just a German Problem: Lessons from the EMU Sovereign Debt Crisis for Global Adjustment, Crooked Timber, January
24. Obradović Kristina, Pravna priroda i položaj Evropske centralne banke, Evropsko zakonodavstvo, 2010
25. Pozar, Z., Adrian, T., Aschraft, A., Boeski, A., (2010), Shadow Banking Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, No. 458, July, p.7
26. Prokopijević, dr. Miroslav, Evropska Unija, treće dopunjeno izdanje, Čigoja štampa, Beograd, 2012
27. Radivojević dr Zoran, Vesna Knežević-Predić (2008), Institucije Evropske unije, Sven, Niš
28. Richter, F., Wahl, P., (2011), The Role of the European Central Bank in the Financial

- Crisis and the Crisis in the Euro-zone, Report based on a WEED Expert Meeting, World Economy, Ecology and Development, Berlin
29. Rosa. M., Lastra, Legal Foundation of International Monetary Stability, Oxford, 2006
30. Rosa. M., Lastra, The Evolution of the European Central Bank, Fordham International Law Journal, Vol. 35, 2012, p. 1265
31. Ruffert, M., (2011) The European Debts Crisis and European Union Law. Common Market Law Review, No 48., 1777-1806
32. Siekmann, H., (2011) Law and Economics of Monetary Union. Institute for Monetary and Financial Stability. Working Papers Series, No 45
33. Sheller K. Haspeter, The European Central Bank-History, role, and function, Second revised edition, ECB, 2004
34. Stakić, dr. Budimir, Međunarodne finansijske institucije, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2012
35. Stakić, dr. Budimir, Svetska finansijska kriza, Revija Singidunim, Beograd, 2009
36. Vujović, D., Ekonomska politika u vreme krize: izazovi, ograničenja, paradoksi, Kopaonik biznis forum, 2009
37. Vujović, D., Globalna finansijska kriza: poruke i pouke za kasne tranzicione privrede, Univerzitet Singidunum, Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd, 2008, str. 5
38. Vukadin, E., Labus, M., (2012). Ekonomska politika za pravnike, Beograd, Centar za publikacije Pravnog fakulteta u Beogradu
39. Zilioli Chiara and Selmayr Martin, The Law of the European Central bank, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2001

POPIS OSTALE ISTRAŽIVAČKE GRAĐE

1. Agreement between the Government of the Federal Republic of Germany and ECB, 1998
2. Bull EC 1988-6, page 20.
3. Council Regulation (EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 Concerning specific tasks on the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board (OJ L 331, 15.12.2010, p. 12)
4. Directive and Regulation on capital requirements (MEMO/13/690)
5. Directive on the recovery and resolution of banks (MEMO/14/297)
6. Directive on the system of insurance of deposits (DGS MEMO/14/296)
7. Međunarodno okruženje, Kvartalni monitor dvobroj 25-26 april-septembar 2011, str. 54
8. Protocol on the Statute of the European system of central banks and of the European Central Bank, OJ C 191, 1992.
9. Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC (OJ L 331, 15.12.2010, p. 84)
10. Regulation (EU) No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 amending Council Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance and coordination of economic policies, Official Journal of the European Union, L 306/12
11. Treaty on European Union OJ C 191, 1992.
12. Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union OJ C 306, 2007
13. Treaty on the functioning of the European Union, Consolidated version OJ, 83, 2010.
14. Treaty establishing the European Stability Mechanism, http://www.european-council.eu/media/582311/05_tesm
15. Treaty Establishing the European Stability Mechanism Between the Kingdom of Belgium, the Federal Republic of Germany, the Republic of Estonia, Ireland, the Hellenic Republic, the Kingdom of Spain, the French Republic, the Italian Republic, the

Republic of Cyprus, the Grand Duchy of Luxembourg, Malta, the Kingdom of The Netherlands, the Republic of Austria, the Portuguese Republic, the Republic of Slovenia, the Slovak Republic and the Republic of Finland, *<http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf>*, last visited 30 October 2013.

ELEKTRONSKI IZVORI

1. <http://www.bankar.me/centralizovani-bankarski-supervizor.html>
2. <http://www.ecb.eu>
3. <http://www.europa.eu>
4. <http://www.euro-area-statistic.org>
5. <http://www.fren.org.rs/sites/default/files/qm/T8.pdf>
6. <http://www.wikipedija.org/evropska-centralna-banka>

SAŽETAK

Predmet master rada je istraživanje uzroka i pravaca promene uloge Evropske centralne banke u uslovima globalne finansijske krize. Kao odgovor na globalnu, a kasnije i dužničku krizu u Evropskoj monetarnoj uniji uloga Evropske centralne banke (ECB) tokom vremena evoluirala. Evolucija uloge ECB zahvatila je gotovo sve aspekte njenog delovanja, obogaćujući postojeći institucionalni okvir novim ciljevima, funkcijama, ali i uvođenjem novih instrumenata, što ukazuje na značaj istraživanja ove teme. Istraživanje ima za cilj da ukaže da je, u uslovima nesavršenosti institucionalnih rešenja monetarne unije, Evropska centralna banka bila jedina institucija Evropske unije sposobna da pravovremeno reaguje na izazove dužničke krize.

Struktura rada prilagođena je predmetu i cilju istraživanja. Rad se sastoji od uvoda, tri dela (1.Ustavni položaj Evropske centralne banke, 2.Globalna finansijska kriza i funkcionisanje Evropske monetarne unije u uslovima krize i 3.Evolucija uloge Evropske centralne banke) i zaključka.

U prvom delu, polazeći od Lisabonskog ugovora i Statuta ESCB i ECB, analizira se položaj ECB. Posebna pažnja posvećena je ciljevima i zadacima, za čiju realizaciju je ECB odgovorna. Predmet razmatranja su i najvažniji instrumenti monetarne politike koji su stavljeni na raspolaganje centralnoj banci Evropske monetarne unije. U okviru ovog rada analizira se i sadržaj regulatorne uloge ECB.

Drugi deo je posvećen globalnoj finansijskoj krizi i njenom uticaju na Evropsku monetarnu uniju. U tom smislu, najpre se razmatraju uzroci nastanka krize i njenog širenja i prerastanja u dužničku krizu evrozona. U nastavku se sagledavaju aktivnosti Evropske Unije preduzete u cilju prevladavanja krize, posebno sadržina institucionalnih promena (paket šest mera i Fiskalni sporazum) preduzetih u cilju reafirmacije fiskalne discipline država članica.

U trećem delu se sagledavaju pravci promena uloge Evropske centralne banke, nastalih kao odgovor na dužničku krizu. Od institucije koja je u fokusu imala pre svega stabilnost cena, centralna banka se transformiše u instituciju koja gotovo jednaku važnost pripisuje finansijskoj stabilnosti. U okviru ovog dela, ukazuje se na proširenje funkcija ECB (funkcija zadmodavca poslednje instnce i makroprudenciona kontrola ali i uvođenje nestandardnih instrumenata monetarne politike, koji odstupaju od dosadašnje prakse ove monetarne institucije i na granici su okvira definisanih pravom Evropske unije).

S obzirom na definisane okvire istraživanja, master rad polazi od osnovne istraživačke hipoteze da je u uslovima strukturnih slabosti Evropske monetarne unije, ali i nesavršenosti

institucionalnih rešenja(pre svega odsustvo fiskalne i bankarske unije), prevladavanje dužničke krize moglo biti ostvareno primenom mera koje nužno podrazumevaju evoluciju uloge Evropske centralne banke. U periodu koji je prethodio krizi, uloga ECB bila je svedena na nezavisnu instituciju koja vodi monetarnu politiku i brine primarno o stabilnosti cena. Sa izbijanjem globalne finansijske krize i njenim prelivanjem na evrozonu, ECB dobija kvalitativno novu ulogu i to kako u pogledu ciljeva i funkcija, tako i u pogledu instrumenata monetarne politike.

U obradi predmeta master rada koristili su se odgovarajući pravni izvori, kao i domaća i strana literatura. Istraživanje navedene teme, pored univerzalnih metoda istraživanja (analitičko-sintetički i deduktivno-induktivni metod),podrazumeva primenu pravno-dogmatskog i pravno-normativnog metoda .U delu u kome se sagledava uticaj globalne finansijske krize na Evropsku monetarnu uniju korišćen je i statistički metod.

Ključne reči: Evropska centralne banka,Evropska monetarna unija, globalna finansijska kriza, instrumenti monetarne politike, LTRO, bankarska unija.

ABSTRACT

Subject of this master work is to explore the causes and courses of changes in the role of the European Central Bank during the global financial crisis. In response to the global, and later the debt crisis in the European Monetary Union, the role of the European Central Bank (ECB) over time evolves. Evolution of the ECB role has captured almost all aspects of its activities, enriching the existing institutional framework to new goals, functions, and the introduction of new instruments, which indicates the importance of this research theme. Research aims to show that, in terms of institutional imperfections solutions of Monetary Union, the European Central Bank was the only institution of the European Union which is capable to respond timely to the challenges of the debt crisis.

The structure of the paper is adapted to the object and purpose of research. Work consists of an introduction, three parts (1. Constitutional position of the European Central Bank, 2. Global financial crisis and the functioning of the European Monetary Union in crisis and 3. Evolution of the role of the European Central Bank) and an conclusion.

In the first part, starting from the Lisbon Treaty and the Statute of the ESCB and the ECB, the position of ECB is analyzed. Special attention is paid to the goals and tasks, for whose development ECB is responsible. Also, the subject of consideration are the most important instruments of monetary policy that are made available to the European Central Bank. In this paper content of the regulatory role of the ECB is also analyzed.

The second part is dealing with the global financial crisis and its impact on the European Monetary Union. In this regard, causes of the crisis and its spreading are first examined and growing debt crisis of the eurozone. Further, activities of the European Union taken to overcome the crisis are reviewed, in particular the content of institutional changes (package of six measures and fiscal agreement) undertaken in order to reaffirm the fiscal discipline of the Member States.

In the third part directions of change of the role of the European Central Bank, created in response to the debt crisis, are explored. From the institution whose focus was primarily price stability, the central bank is transformed into an institution that attribute almost equal importance to the financial stability. In this part of the paper, we point out to the expansion of the ECB functions (function of the lender of last insatance and prudential control, but also introduction of non-standard instruments of monetary policy that differ from the current

practice of this monetary institution and are on the verge of the frame defined by law of the European Union).

In accordance with the defined research framework, master work starts from the basic research hypothesis that in terms of the structural weaknesses of the European Monetary Union and imperfect institutional solutions (primarily the absence of fiscal and banking union), overcoming the debt crisis could be achieved using measures which imply evolution of the role of the European Central Bank. In the period preceding the crisis, the role of the ECB was reduced to an independent institution that conducts monetary policy and takes account primarily about price stability. From the outbreak of the global financial crisis and its spillover into the euro area, ECB receives a qualitatively new role, both in terms of objectives and functions and in terms of monetary policy instruments.

In the processing of the master's thesis appropriate legal sources were used, as well as domestic and foreign literature. Research of this theme, in addition to universal research methods (analytical-synthetic and deductive-inductive method), involves the application of legal-dogmatic and legal-normative method. In the part which considers the impact of the global financial crisis on the European Monetary Union statistical method was used.

Key words: European Central Bank, European Monetary Union, global financial crisis, monetary policy instruments, LTRO, banking union.

BIOGRAFIJA

Marija Đenić je rođena 13. avgusta 1989. godine u Pirotu. Završila je osnovnu školu Despot Stefan Lazarević u Babušnici, a zatim i srednju školu-gimnaziju Vuk Karadžić u Babušnici. Bila je učesnik takmičenja iz oblasti istorije i geografije. Upisala je Pravni fakultet, Univerziteta u Nišu 2008. godine, a diplomirala 15. maja 2014.godine. Upisala je master studije na Pravnom fakultetu u Nišu 2014. godine, gde se u okviru opšteg smera opredelila za pravno-ekonomski modul. Napisala je israživački rad na temu „Pravni status Evropske centralne banke“. Govori engleski i ruski jezik. Trenutno radi kao pripravnik u advokatskoj kancelariji advokatice Jasmine Vidanović u Pirotu.