

**УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ
ФАКУЛТЕТ ПОЛИТИЧКИХ НАУКА**

ЉУБОМИР М. ШУБАРА

**ТЕОРИЈСКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ
ОСНОВЕ РАЗВОЈА И РЕФОРМИ
МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ
ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ**

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

БЕОГРАД, 2016

UNIVERSITY OF BELGRADE
FACULTY OF POLITICAL SCIENCES

LJUBOMIR M. ŠUBARA

**THEORETICAL AND INSTITUTIONAL
FOUNDATIONS OF THE
DEVELOPMENT AND REFORMS OF
MONETARY INTEGRATION OF THE
EUROPEAN UNION**

Doctoral Thesis

Belgrade, 2016

МЕНТОР:

Проф. др Бранко Васиљевић
Редовни професор, Универзитет у Београду, Факултет политичких
наука

КОМИСИЈА:

Проф. др Александар Живковић
Редовни професор, Универзитет у Београду, Економски факултет

Проф. др Миленко Целетовић
Ванредни професор, Универзитет Едуконс, Факултет за услужни
бизнис

ДАТУМ ОДБРАНЕ:

ТЕОРИЈСКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ОСНОВЕ РАЗВОЈА И РЕФОРМИ МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

РЕЗИМЕ

Институционали механизам европске монетарне интеграције успостављен је Маастрихтским уговором и модификован каснијим реформама. Функционисање овог механизма треба да покаже да ли он омогућава стабилну и на дужи рок одрживу јединствену валуту, или је с друге стране, у монетарну унију уграђен механизам креативне деструкције јединствене валуте, било да је то последица теоријске основе изражене у теорији оптималне валутне области или њеног практичног (политичког) дизајна. Различит механизам одлучивања у монетарној и фискалној области монетарне уније је одразио конституционални систем Европске уније који је резултат реалних економских и политичких интереса држава чланица у избору између федералистичког и конфедералистичког облика европске интеграције. Већ у првој деценији постојања, монетарна унија суочена је са финансијском кризом а затим и кризом јавног дуга, које су довеле до кризе евра. Криза евра утицала је на прекид у каналима монетарне трансмисије Европске централне банке, губитак поверења у кредитни систем, смањење потенцијал функционисања јединственог новца („ефекат мреже“), посебно страхом да ће поједине државе чланице напустити монетарну унију. Стабилност еврозоне угрожена је нестабилношћу кредитних институција. Најзад, дошло је до делегитимизације појединих институција, чиме је продубљен демократски дефицит интеграције. Кризе су решаване сложенком комбинацијом консолидације постојећих и креирања нових институција и процедура у оквиру ова два облика интеграције. Суштина конституционалног аранжмана Европске уније остала је непромењена. Последице кризе и до сада извршене реформе институција монетарне уније отварају питање о њеној даљој судбини. Неподељено мишљење је да је Еврозона „несавршена“ и да ће бити изложена непрестаним кризама „уколико не успе да се

суочи са економским и политичким разликама“. Монетарна интеграција у оквиру Европске уније налази се између даље интеграције и дезинтеграције. Дезинтеграциони токови могу се огледати у напуштању интереса за прихватањем јединствене валуте, делегитимизацији институција монетарне уније, напуштањем монетарне уније, фискалним кризама, као и смањивањем реалне конвергенције држава чланица. Даља интеграција подразумева укључивање у монетарну унију држава са изузећем, стабилизацију нових функција Европске централне банке и централизацију фискалне функције интеграције, било формирањем Фискалне уније, или креирањем надлежности „министарства финансија“. Други могући правац јесте нови механизам интеграције криз политичку унију, односно федерализацију Евразоне, којом би се и фискална грана монетарне уније пренела у искључиву надлежност Европске уније формирањем фискалне уније и отклониле препреке које у овој области представља одлучивање држава чланица. Најзад, могуће решење могло би бити и смањење обима монетарне уније, односно тешње повезивање појединих држава чланица у политичку унију, у којој би монетарна унија била саставни део. Разуме се да процеси који се реализују у самој Европској унији на политичком плану, у правцу тешње интеграције, било у целину Уније или кроз механизам неравномерног кретања држава чланица, одлучујуће утичу на статус монетарне интеграције, јер „евро је више него само валута. Он је политички и економски пројекат“.

Кључне речи: Европска унија, монетарна унија, криза евра, банкарска унија, фискална унија, политичка унија, приступање Србије

Научна област: Политичке науке

Ужа научна област: Политичка економија и финансије

УДК:

339.738:061.1 EU(043.3)

339.923:061.1 EU

336.02(4-672 EU)

32:061.1 EU(497.11)

THEORETICAL AND INSTITUTIONAL FOUNDATIONS OF THE DEVELOPMENT AND REFORMS OF MONETARY INTEGRATION OF THE EUROPEAN UNION

SUMMARY

The institutional mechanism of European monetary integration was established in the Maastricht Treaty and modified by subsequent reforms. The functioning of this mechanism should reveal whether it provides for a stable single currency that is sustainable in the long run, or whether, on the other hand, a ‘creative destruction’ mechanism for the single currency is built into the monetary union, regardless of whether this is a consequence of the theoretical foundation expressed through the optimum currency area theory or of the mechanism’s practical (political) design. Different decision-making mechanisms applicable to monetary and fiscal aspects of the monetary union are reflections of the constitutional system of the European Union, which arose from the real economic and political interests of the member states when faced with the choice between federalism and confederalism as opposing approaches to European integration. Barely a decade old, the monetary union faced, firstly, a financial crisis, and then a crisis of public debt, which ultimately led to a crisis of the euro. The crisis of the single currency has affected monetary transmission channels of the European Central Bank, caused a loss of confidence in the credit system, and reduced the potential for functioning of the single currency (through what is termed a ‘network effect’), particularly by engendering fear that individual member states would abandon the monetary union. The stability of the Eurozone has been jeopardised by lender instability. Finally, individual institutions have lost some of their legitimacy, which has deepened the democratic deficit of the European Union. Crises have been addressed through a complex combination of efforts aimed at consolidating existing institutions and creating new ones, and procedures in the context of these two forms of integration, whereas the essence of the European Union’s constitutional arrangement has remained unchanged. Consequences of the crises and reforms of institutions that make up the monetary union

have raised the question of its future fate. The prevailing opinion is that the Eurozone is ‘imperfect’ and that it will be exposed to constant crises ‘if it fails to deal with its economic and political differences’. Monetary integration as part of the European Union stands somewhere between further integration and disintegration. Disintegrative trends may be evidenced by the failure of interest in adopting the single currency, collapse of the legitimacy of institutions of the monetary union, abandonment of the monetary union, fiscal crises, and decrease in real convergence between member states. Further integration will entail inclusion of exempt countries into the monetary union, stabilisation of the new functions of the European Central Bank, and centralisation of the European Union’s fiscal function, either by means of a fiscal union or the introduction of ‘Ministry of Finance’ powers. Another possible direction is a new mechanism of integration through political union, i.e. federalisation of the Eurozone, which would involve the transfer of the fiscal policy branch of the monetary union into the exclusive jurisdiction of the European Union through the creation of a fiscal union, which would remove obstacles posed by the decision-making powers of member states in this area. Finally, yet another possible solution could be to reduce the scope of monetary union through closer linkages between individual member states in a political union that would also include monetary integration. Of course, political processes under way in the European Union that aim at closer integration – either of the entire Union, or through a ‘two-track’ approach – have been exerting decisive influence on monetary integration, because ‘the euro is more than just a currency. It is a political and economic project.’

Key words: European Union, monetary union, euro crisis, banking union, fiscal union, political union, accession of Serbia to the European Union

Academic Field: Political Sciences

Specific Academic Field: Political Economy and Finance

UDC:

339.738:061.1 EU(043.3)

339.923:061.1 EU

336.02(4-672 EU)

32:061.1 EU(497.11)

С А Д Р Ж А Ј

	Страна
УВОД	1
ГЛАВА I. ТЕОРИЈА РЕГИОНАЛНЕ МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ	7
1.1. Тржиште и економска интеграција као генератори монетарне интеграције	7
1.1.1. Регионална економска интеграција	10
1.1.1.1. <i>Теорије регионалне интеграције држава западне Европе</i>	15
1.1.2. Регионална монетарна интеграција	20
1.1.3. Користи регионалне монетарне интеграције	30
1.1.3.1. <i>Економска ефикасност и раст</i>	31
1.1.3.2. <i>Стабилност цена</i>	32
1.1.3.3. <i>Повећања трговинске размене</i>	32
1.1.3.4. <i>Светски новац</i>	33
1.2. Теорија оптималне валутне области	33
1.3. Ендогена теорија оптималне валутне области	47
1.4. Критика теорије оптималне валутне области	50
1.5. Да ли је Европска унија оптимална валутна област?	54
1.6. Друге теорије монетарне интеграције	57
1.7. Искуства историјских регионалних монетарних интеграција	59
ГЛАВА II. ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИР МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	62
2.1. Економска улога институција	62
2.1.1. Институције Европске уније	68
2.2. Развој идеје монетарне интеграције	74
2.3. Савремени облик монетарне интеграције: Економска и	

монетарна унија	81
2.3.1. Делоров извештај и Мастрихтски уговор	82
2.3.2. Критеријуми конвергенције и прихватање јединствене валуте – евра	88
2.3.3. Еврогрупа и Еврозона	92
2.3.3.1. <i>Европска централна банка: доношење одлука о монетарној политици</i>	96
2.3.3.2. <i>Независност Европске централне банке</i>	98
2. 4. Институционални и тржишни аспекти функционисања јединствене валуте	103
2.4.1. Стратегија монетарне политике Европске централне банке	103
2.4.2. Имплементација монетарне политике Европске централне банке	107
2.4.3. Монетарна политика и тржишна кретања	110
2. 5. Економски и политички карактер монетарне уније	114
2. 6. Институционална ограничења монетарне уније	116
2.6.1. Интерна ограничења: децентрализована економска и фискална политика	117
2.6.1.1. <i>Институционални оквир фискалне функције</i>	122
2.6.2. Екстерна ограничења: тржишни шокови	128
2.6.3. Економска ограничења: конкурентност држава чланица	134
2.7. Демократски легитимитет институција монетарне уније	139
ГЛАВА III. КРИЗА БАНКАРСКОГ СИСТЕМА И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ РЕФОРМЕ ЕКОНОМСКЕ И МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ	152
3.1. Узроци и облици кризе банкарског система Еврозоне	159
3.2. Санација банака – облици и механизми	168
3.3. Институционалне реформе: Банкарска унија	176
3.3.1. Системски ризик	186
3.3.2. Тржишни ризик	189
3.3.3. Нови механизам супервизије банака	193

3.3.4. Санација и гашење банака	205
3.3.5. Осигурање депозита	215
3.4. Криза банкарског система и монетарна интеграција	222
3.4.1. Европска централна банка као зајмодавац у крајњој инстанци	222
ГЛАВА IV. КРИЗА ЈАВНОГ ДУГА И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ РЕФОРМЕ ЕКОНОМСКЕ И МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ	235
4.1. Узроци и облици кризе јавног дуга Еврозоне	235
4.1.1. Узроци кризе јавног дуга Еврозоне	235
4.1.2. Облици кризе јавног дуга Еврозоне	243
4.2. Санација презадужених држава чланица	244
4.2.1. Механизми и домети санације	244
4.2.1.1. Мултилатерални механизам санације	245
4.2.1.2. Институционални механизам санације	260
4.2.2. Криза поверења	276
4.2.3. (Де)легитимизација институција	278
4.2.4. Социјални отпор	280
4.3. Институционалне реформе: Фискална унија	282
4.3.1. Реформа Пакта стабилности и раста	282
4.3.1.1. „Пакет шест“	285
4.3.1.2. „Пакет два“	292
4.3.2. Фискални пакт	295
4.3.3. Координација економских политика	297
4.3.4. Елементи фискалне уније	300
4.4. Криза јавног дуга и монетарна интеграција	301
4.4.1. Реконструкција трансмисионих механизма	301
4.4.2. Механизам „квантитативног олакшања“ Европске централне Банке	307
ГЛАВА V. МОГУЋИ ПРАВЦИ РАЗВОЈА МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	309
5.1. Нова институционална структура монетарне интеграције Европске уније	309

5.2. Будућност монетарне интеграције	317
5.2.1. Одрживост монетарне интеграције у оквирима постојеће политичке дефиниције Европске уније	318
5.2.1.1. <i>Ширење или сужавање монетарне уније?</i>	318
5.2.1.2. <i>Економско управљање</i>	325
5.2.1.3. <i>Монетарна политика</i>	328
5.2.2. Монетарна интеграција и политичка трансформација Европске уније	333
5.2.2.1.1. <i>Модел делимичне реформе Европске уније</i>	336
5.2.2.2. <i>Модел суштинске реформе Европске уније</i>	345
5.3. Импликације будућег развоја монетарне интеграције Европске уније на Србију	352
 ЗАКЉУЧАК	360
ЛИТЕРАТУРА	374
БИОГРАФИЈА АУТОРА	397
ИЗЈАВЕ	399

ТЕОРИЈСКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ОСНОВЕ РАЗВОЈА И РЕФОРМИ МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

УВОД

Монетарна унија, као део интеграционих процеса у Европској унији, формализована је 1. јануара 1999. године, на основу одредаба Уговора из Матрихта закљученог 7. фебруара 1992. године („европски монетарни устав“), којим је формирана Економска и монетарна унија. Овај, најразвијенији облик монетарне интеграције, у коме постоји јединствена валута држава чланица – евро и јединствена монетарна политика као област искључиве надлежности Европске уније, резултат је дужег процеса монетарне интеграције у западној Европи. Она је, за разлику од других историјских и савремених облика монетарне интеграције, саставни део процеса регионалне економске и финансијске интеграције у оквиру Европске економске заједнице а сада и Европске уније. То значи да се она не своди на просто коришћење заједничке валуте нити узајамно фиксирање девизних курсева у циљу обезбеђивања монетарне стабилности (односно поштовање правила златног стандарда у ранијим монетарним унијама), него и координирање економских политика а, у могућој перспективи, и формулисање јединствене економске политике. Интеракција економске и монетарне интеграције доноси и друге користи државама чланицама, поред монетарне стабилности, као што су повећање економског раста, запослености и ублажавање економских флукуација.

Економска и монетарна унија је „први пример политички независних држава које су интегрисале своје валуте“. На тај начин, државе чланице изгубиле су свој монетарни суверенитет, односно могућност да користе монетарну политику као инструмент макро-економског управљања привредом и укинуле су националне валуте, као симбол монетарног суверенитета

(националне валуте су, у одређеним пропорцијама, посале „део“ јединствене валуте, евра). Мастрихтски уговор је политички уговор и монетарне одредбе су само један његов део; монетарна унија је, према томе, политички санкционисана творевина. Али, може се рећи да је и институционални облик монетарне уније који је утврђен овим уговором политичка творевина, односно резултат политичког компромиса држава чланица, посебно највећих – Немачке и Француске. Зато се и може рећи да је јединствена валута – евро, политички пројекат, јер није настала спонтаним тржишним кретањем, односно развитком робне производње унутар интеграционог простора, као ендогена творевина (или да је била у конкурентском оптицају са националним валутама и спонтано их истиснула из новчаног оптицаја). Потврда овог става је и чињеница да су прописани услови за приступање монетарној интеграцији и да су две државе чланице Европске уније добило право да не прихвате евро уколико то не желе, тзв. „клаузулу оптирања“ (Велика Британија и Данска). Државе које не испуњавају критеријуме за чланство сматрају се за „државе са изузећем“ од монетарне уније (дерогацијом), која се укида када испуне критеријуме. То је означило својеврсно цепање логике интеграционих токова, односно прихватање принципа интеграције „у две брзине“ и формирање посебне групе држава чланица које су прихватиле евро, еврозоне, са посебном институционалном структуром, али која се ослања на институције Европске уније. И реализација Европске монетарне уније такође показује колико је то био политички пројекат, пошто је Европски савет (на састанку у Мадриду, децембра 1995. године) одлучио да ће Европска монетарна унија отпочети са радом како је то предвиђено Мастрихтским уговором иако чак и већина држава чланица не испуни услове за увођење јединствене валуте. На тај начин је оспорена сама логика новца, односно један од екстерних ефеката које новац својим постојањем изазива, „ефекат мреже“.

Уговорна решења о Европској монетарној унији реализована су етапно (мада је било могуће и симултано решење), како би се оствариле претпоставке за увођење јединствене валуте - евра. У првим етапама остварена је потпуна либерализација кретања капитала (са становишта тзв. принципа

„немогућег тројства“, либерализација капитала има за последицу да државе не могу водити самосталну монетарну политику или имати фиксне девизне курсеве, тако да та чињеница представља аргумент за монетарну интеграцију), као и одређена координација економске и монетарне политике држава чланица, формиране су институције будуће монетарне уније и утврђена њихова оперативна правила. Државе чланице требало је да испуне тзв. „критеријуме конвергенције“, везане за снижавање инфлације, дугорочне каматне стопе, буџетски дефицит и јавни дуг, као и за стабилност девизних курсева у оквиру Европског монетарног система („Механизам девизних курсева 1“). Задња фаза, започета 1. јануара 1999. године, означила је формални почетак монетарне уније: уведен је евро као јединствена валута и отпочела са радом Европска централна банка. Почетком 2002. године извршено је дефинитивно укидање националних новчаних јединица заменом за евро и он је постао „пуновредан“ новац.

Историја монетарне интеграције у облику Економске и монетарне уније није дуга. Али, већ у првој деценији постојања јединствене валуте дошло је до кризе уније. Ова криза је „замрљала рана остварења јединствене валуте... и открила дубоке грешке у конструкцији Еврозоне“ (Болдвин и Виплошћ). Криза институционалног аспекта Европске монетарне уније, која је за собом повукла и кризу евра као јединствене валуте, испољила се као последица кризе америчког финансијског тржишта настале 2008. године. Ова криза унета је и у европски интеграциони простор, а њена трансмисија су била велика улагања европских банака у америчке нестандартне хипотекарне обвезнице. Државе чланице Европске уније (као и саме Сједињене Америчке Државе) и Еврозоне морале су затворити или санирати банке, изазивајући на тај начин високе буџетске дефиците. То је, са своје стране, изазвало кризу јавног дуга и отворило „зачарани круг“ односа државних финансија и банака: банке су куповале државне обвезнице које су губиле вредност и на тај начин смањивале свој капитал, а држава их је санирала даљим емитовањем државних обвезница.

Криза банкарског сектора и јавног дуга довела је до диференцирања држава чланица и у оквиру Европске уније и Еврозоне. Државе чланице са

слабим банкарским сектором и високим јавним дугом било је потребно санирати. Посебно се то односило на Грчку, Португалију и Ирску. Уколико би се допустио банкрот ових држава, то би изазвало ланчану реакцију на друге државе чланице (тзв. „ефекат заразе“), која би значила озбиљно угрожавање егзистенције Европске монетарне уније. Зашто је криза била нарочито погубна за Европску монетарну интеграцију, када је низ земаља имао веће буџетске дефиците, односно већи јавни дуг? Одговори на ово питање варирају од узимања у обзир имплицитне солидарности којом је финансијско тржиште посматрало Европску монетарну унију, социјализујући ризик инвестирања на њеном целом простору, без обзира на „кредитни квалитет“ (рејтинг) индивидуалних држава чланица, до тврдње да је чланство у монетарној интеграцији штетило тим државама, односно да је коришћење јединствене валуте спречавало државе чланице да користе сопствене централне банке ради помоћи државним финансијама (По речима Де Хроува /Paul De Grauwe/, „чланице монетарне уније задужују се у валути над којом немају контролу“)¹. Најзад, треба истаћи да је јединствена валута и Европске монетарне унија замишљена као неповратан процес, односно да једанпут стечено „право чланства“ значи да државе чланице не могу по својој вољи напуштати овај „клуб“.

Проблем санације јавних финансија групе држава чланица Еврозоне треба сагледати и у чињеници да Мастрихтски уговор изричито забрањује колективну санацију појединих држава чланица којима прети банкрот јавних финансија (тзв. „клаузула несанације“), било од стране институција Европске уније, неке друге државе чланице, било од стране Европске централне банке (куповином дуга на примарном финансијском тржишту, тзв. „монетизација дефицита“).

Начини санације презадужених држава предвидели су формирање нових институционалних творевина, које су морале заобићи изричиту забрану колективне санације. С друге стране, и акције Европске централне банке на стабилизацији финансијског тржишта, банкарског система и јавних финансија

¹ Paul de Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 7.

презадужених држава чланица Еврозоне оспорене су са становишта њеног институционалног положаја. Упоредо са санацијом, предузете су и мере на јачању институционалних капацитета Еврозоне, посебно у јачању банкарског сектора (Банкарска унија) и координације фискалних политика (почетни облици Фискалне уније). Ови механизми даље интеграције и начини санације презадужених држава чланица изазвали су продубљивање демократског дефицита Европске уније и посебно Еврозоне. С друге стране, они су изазвали социјално незадовољство, које се у појединим земљама (Грчка) претворило у захтев за иступање из Еврозоне.

Криза евра утицала је, према томе, на Европску монетарну унију на више начина. Прво, прекинути су канали монетарне трансмисије Европске централне банке (канални каматне стопе, расположивости кредита). Друго, изражен је губитак поверења у кредитни систем, не само у међубанкарским односима, него и у односима са становништвом (тезауризација). Треће, смањен је потенцијал функционисања јединственог новца („ефекат мреже“), посебно страхом да ће поједине државе чланице ипак напустити Еврозону. Четврто, монетарна стабилност Еврозоне угрожена је нестабилношћу кредитних институција. Најзад, извршена је делегитимизација појединих институција у оквиру интеграције, чиме је продубљен демократски дефицит интеграције.

Последице кризе и до сада извршене реформе институција Европске монетарне уније отварају питање о њеној даљој судбини. Неподељено мишљење је да је Еврозона „несавршена“ и да ће бити „изложена непрестаним кризама уколико не успе да се суочи са економским и политичким разликама“ (Беноа Кере, члан извршног одбора Европске централне банке). С једне стране, пут развитака може бити у институционалном усавршавању постојећег облика монетарне уније, које подразумева тешњу координацију фискалних политика, реализацију новог режима контроле банака, доградњу механизма макро-пруденционе контроле ризика и друге мере предвиђене у најновијем програму развоја Европске уније („Програм 5 председника“). Други могући правац јесте нови механизам интеграције криз политичку унију, односно федерализацију Еврозоне (француски председник Оланд), којом би се и фискална грана

монетарне уније довела у искључиву надлежност Европске уније и отклониле препреке које у овој области представља одлучивање држава чланица. Најзад, могуће решење могло би бити и смањење обима Европске монетарне уније, односно тешње повезивање појединих држава чланица у коришћењу јединствене валуте, са обавезом на стриктно поштовање усвојених правила (пандан некадашњој „зони немачке марке“).

ГЛАВА I. ТЕОРИЈА РЕГИОНАЛНЕ МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ

1.1. Тржиште и економска интеграција као генератори монетарне интеграције

Ако је новац природни производ робне размене, у чему се слажу све школе економске науке, онда је и монетарна интеграција природна последица процеса интеграције тржишта, како у оквиру националних привреда, тако и регионалних интеграција али и светског тржишта. Монетарна интеграција у оквиру националних држава доводи до појаве националног новца, који је један од симбола овог облика политичке организације. Међутим, као што су и први облици размене били резултат поделе рада између територијално организованих заједница, а онда утицали на њено ширење унутар тих заједница креирајући све већу поделу рада, тако се и развијени национални новчани системи изражавају у међународној подели рада, ширећи процесе специјализације држава и доприносећи развоју међународне трговине.

Међународна трговина у условима постојања националних држава никада није била апсолутно слободна и у таквим условима не може егзистирати светски новац; државе се штите разним инструментима ограничења слободне трговине, а свој суверенитет изражавају кроз ковање сопственог новца. Као што то наводи Џон Стјуарт Мил (John Stuart Mill), један од највећих теоретичара класичне школе политичке економије: „Толико много варварства, међутим, још увек постоји у трансакцијама најцивилизованијих нација, да скоро све независне земље морају да потврде своју националност тако што имају, на сопствену штету и штету својих суседа, сопствен новац“². Можда би се развој

² Цитирано код: Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961 (657 – 665), стр. 662.

међународне трговине у периоду златног стандарда (1870 – 1914. године) могао приближити идеалу слободне трговине, али је то, с једне стране, период експанзије колонијалне трговине са свим последицама које је она носила у виду разарања традиционалних облика својине и политичке организације у неразвијеним државама а, с друге стране, и у том периоду постојали су развијени облици протекционизма и ограничавања међународне трговине (у оквиру колонијалних империја, али и други облици: на пример, немачки Zollverein, као облик царинске уније, постојао је током целог овог периода) и међународних плаћања (на пример, егзистенција монетарних уније, као што су Латинска и Скандинавска монетарна унија).

Класичне теорије међународне трговине су претпостављале да она има инхерентно, унутрашње уграђено, ограничење: имобилност фактора производње у међународним оквирима. Мобилност фактора производње остварује се у националним границама и сељење капитала и рада између производних грана доприноси изједначавању профита; између националних граница не постоји перфектна мобилност фактора и због тога се међународна трговина не заснива на стандардним постулатима теорије понуде и тражње.

Доминантни теоријска парадигма о заснованости међународне трговине (размене) је теорија компаративних трошкова Давида Рикарда (David Ricardo). По овој теорији, „трговина између две земље може обема да донесе корист уколико свака од њих буде производила она добра у којима има релативну предност“³. Релативне предности проистичу из разлике у продуктивности рада у различитим земљама (које су условљене и разликама у расположивости фактора производње) и доводе до специјализације земаља у производњи оних производа у којима имају релативне предности (на бази односа унутрашњих трошкова) и до узајамно корисне размене, односно међународне трговине.

³ Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija – teorija i politika*, DataStatus, Beograd, 2009, стр. 29. Ови аутори парафразирају Пола Семјуелсона (Paul Samuelson), „који је много допринео развоју модела међународне трговине разматраног у овој књизи“, да је „описао релативну предност као најбољи њему познати пример економског принципа који је непорециво истинит, али који интелигентни људи не могу лако да разумеју“. Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija – teorija i politika*, DataStatus, Beograd, 2009, стр. 27.

Ако је међународна размена узајамно корисна, требало би да се максимизација користи која она доноси реализује уколико је она слободна. Аргументи слободе трговине, поред корисности, наводе и раст економије обима који специјализација доноси, као и подстицај конкуренције која долази са светског тржишта на усавршавање производних могућности и учење предузетника⁴. Међутим, међународна трговина је под доминацијом држава, што има за последицу различитих националних интереса на њено остваривање; ови интереси производ су унутрашњих економских и политичких односа. Стога је, с једне стране, истакнуто неколико теоријских аргумената за ограничавање слободе међународне размене: неповољно кретање односа размене /енгл. Terms of Trade/, односно кретања извозних и увозних цена - тзв. „маказе цена“, на пример: више цене прерађивачких производа који се увозе у односу на пољопривредне производе који се извозе и претпостављени услед тога одлив националног дохотка; имперфектност домаћег тржишта⁵, потреба заштите тзв. „младих индустрија“ у периоду индустријализације, како би се утицало на промену сгруктуре компаративних трошкова⁶, и др. С друге стране, државе су развиле читав низ спољнотрговинских ограничења, посебно царина и нецаринских баријера, познатих као протекционизам у међународној трговини, којима се скрећу токови међународне трговине и спречава њена корисност. Оваква трговинска политика у међународним односима посебно је изражена са порастом улоге државе у економској области, у настојању да се макроекономском политиком остваре циљеви повећане запослености, као и унутрашње и спољне економске стабилности.

Упоредо са порастом протекционизма, а и због њега, развијени су међународни механизми за постепену либерализацију међународне трговине робе и услуга на светском тржишту у оквиру Општег споразума о царинама и трговини (ГАТТ) (1944) а затим и његовог сукцесора, Међународне трговинске

⁴ Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija – teorija i politika*, DataStatus, Beograd, 2009, стр. 214.

⁵ Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija – teorija i politika*, DataStatus, Beograd, 2009, стр. 218 - 222.

⁶ Овај аргумент је био нарочито истицан у оквиру немачке Царинске уније; његов творац био је немачки економиста Фридрих Лист.

организације (СТО) (1995). Циљевима либерализације спољнотрговинске размене доприносе и регионалне економске групације, настале повезивањем држава са одређеног географског подручја које имају тесне економске везе и заједнички циљ интегрисања.

1.1.1. Регионална економска интеграција

Економско интегрисање земаља у регионалним оквирима има различите облике. Њих спаја иста дефиниција; овде ћемо користити као најадекватнију дефиницију регионалног економског интегрисања коју је дао познати теоретичар спољне трговине, Бела Баласа (Bela Balassa) (1961): да је оно „укидање дискриминације унутар једне области“⁷. По овом аутору, регионална економска интеграција може се посматрати као процес и као стање; „посматрана као процес, она обухвата мере усмерене на укидање дискриминације између економских јединица које припадају различитим националним државама; виђена као стање, она може бити представљена одсуством различитих облика дискриминације између националних привреда“⁸.

Облици регионалних економских интеграција изражавају различите степене повезаности интеграционих држава и утицај интеграције на међусобну трговину, међународну трговину и кретање фактора производње. У најкраћем опису, класификација коју у наведеном раду даје Баласа, познаје следеће облике регионалне економске интеграције:

- *зона слободне трговине* подразумева да су укинуте царине и нецаринске баријере (квантитативна ограничења) спољне трговине између држава чланица, али свака држава задржава своје царине према нечланицама;

⁷ Bela Balassa, The Theory of Economic Integration: An Introduction, у: Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, стр. 174.

⁸ Bela Balassa, The Theory of Economic Integration: An Introduction, у: Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, стр. 174.

- *царинска унија* значи укидање баријера спољној трговини између држава учесница и усвајање заједничке царинске тарифе према трећим државама;
- *заједничко тржиште*, у коме су укинута не само ограничења међусобне трговине држава чланица, него и ограничења кретању фактора производње унутар интеграције;
- *економска унија* „комбинује укидање ограничења у политици цена робе и фактора производње у циљу отклањања дискриминације која настаје из диспаритета у таквој политици“;
- *потпуна економска интеграција* претпоставља „унификацију монетарне, фискалне, социјалне и контрацикличне политике и захтева оснивање супра-националне управе чије су одлуке обавезне за државе чланице“⁹.

Треба имати у виду да је секвенцијални низ у развоју регионалног економског интегрисања кумулативног карактера: претходни облици интеграције садржани су у наредним. Европска унија прошла је кроз све фазе интеграције, сем последње: зона слободне трговине (1950 – 1957) царинске уније (1958 – 1968), заједничког тржишта (1968 – 1992) и економске уније (од 1992. године)¹⁰. Она је у моделском облику представљала процес регионалног интегрисања и изучавање мотива, циљева и ефеката интегрисања, па и саме теорије интеграције у великој мери и су анализом искустава регионалне интеграције европских држава.

Регионалне економске интеграције резултат су економских законитости и политичке воље држава чланица. Ка интегрисању пре свега води концентрација трговине: по гравитационој теорији међународне трговине, међусобни обим трговине зависиће од географске близине и гравитационе снаге

⁹ Bela Balassa, The Theory of Economic Integration: An Introduction, у: Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, стр. 174 – 175.

¹⁰ Видети хронологију Европске уније од 1948. до 2007. године, код: Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012, стр. 39 – 41.

земаља - величине њиховог бруто друштвеног производа¹¹; географски блиске земље тежиће економској интеграцији. Друго, економска интеграција стимулише мобилност капитала на регионалном нивоу и стога доприноси уједначавању производних могућности. Треће, ка интеграцији воде и захтеви за регионалном либерализацијом трговине, иако је она ограничена на интеграционо подручје и стога је добила назив „унилатерална дискриминаторна либерализација“¹². Четврто, преношење цикличних кретања путем међународне трговине ублажава интериоризација трговине у оквиру економске интеграције, смањујући трговинску зависност интеграционих земаља од светског тржишта. Најзад, ка регионалној економској интеграцији могу водити и политички интереси, као што је остваривање трајнијег мира између земаља (Европска унија) или идеолошка сличност земаља које се интегришу (Савет за узајамну економску помоћ источноевропских држава и СССР).

Из објективних економских тенденција регионалног интегрисања могу се сагледати и користи овог типа интеграција¹³. Код зона слободне трговине и царинских унија, према мишљењу Али Ел-Аграа (Ali El-Agraa)¹⁴ користи су следеће:

- повећана ефикасност производње, коју омогућава растућа специјализација у складу са теоријом компаративних трошкова,
- растући ново производње услед бољег коришћења економије обима, коју омогућава већи обим тржишта,
- јача међународна позиција у преговорима услед веће величине интеграционог подручја, што води бољим односима размене,

¹¹ Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija – teorija i politika*, DataStatus, Beograd, 2009, стр. 13 – 19.

¹² Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012, стр. 140.

¹³ За историјску анализу овог проблема, видети: Fritz Machlup, *The History of Thought on Economic Integration*, *NBER Working Paper* 75 – 25, February 1975.

¹⁴ Ali M. El-Agraa, *The European Union – Economics and Policies*, Ninth Edition, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, стр. 83.

- растуће побољшање економске ефикасности услед повећане конкуренције,

- промене које утичу на обим и квалитет фактора производње а потичу из технолошког напретка.

Уколико се регионална економске интеграција развија „изнад нивоа царинске уније, ка економској унији, онда даљи извори добитака су *могући* као резултат:

- прекограничне мобилности фактора производње држава чланица,
- координације монетарне и фискалне политике,
- заједничких циљева достизања скоро потпуне запослености, високих стопа економског раста и боље расподеле дохотка¹⁵.

Користи регионалног економског интегрисања могу се и квантификовати. На пример, могуће користи од формирања Европске уније, сходно познатом Чечинијевом извештају (Cecchini Report), процењене су у облику раста бруто друштвеног производа уније од 2,5% до 6,5%; овај добитак у економском благостању требало је да се преведе у средњорочни раст бруто друштвеног производа од 4,5%, смањење нивоа цена од 6% и пораст укупне запослености од 1,5%, односно за 2 милиона нових радних места¹⁶.

Несумњиво је да регионалне економске интеграције, поред користи за интеграционе земље (иако су неке теоријски амбивалентне) уносе и дисторзије у међународну трговину, што није чудно, јер је око 40% светске трговине директно погођено регионалним економским интеграцијама¹⁷. Због тога се оне и сматрају за прелазне облике ка либерализацији светске трговине; оне су

¹⁵ Ali M. El-Agraa, *The European Union – Economics and Policies*, Ninth Edition, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, стр. 83..

¹⁶ European Commission, *One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, *European Economy*, No. 44, October 1990, стр. 75.

¹⁷ Richard Baldwin and Anthony J. Venables, *Regional Economic Integration*, у: *Handbook of International Economics*, vol. III, Edited by G. Grossman and K. Rogoff, Elsevier Science B.V, 1995.

„друго најбоље решење“ у одсуству слободне међународне трговине. Правило 24. ГАТТ, односно Светске трговинске организације, због тога дозвољава регионалне економске интеграције само уколико оне либерализују међусобну трговину у значајној мери (што се може интерпретирати као либерализација најмање 80% међусобне трговине) и уколико ниво царинских ограничења према трећим државама буде остао најмање на нивоу од пре стварања регионалне економске интеграције¹⁸.

Основни утицај регионалне економске интеграције по међународну трговину изложен је у анализи царинских унија коју је дао (1950) Јакоб Винер (Jacob Viner) и састоји се у два ефекта: креирање и скретање трговине. Креирање трговине (енгл. Trade Creation) је замена скупе домаће производње јевтинијим добрима из држава партнера у интеграцији, а скретање трговине (енгл. Trade Diversion) је замена јевтинијег увоза са светског тржишта скупљим увозом из држава партнера, а на штету трећих држава (и губитка дела дохотка домаће државе)¹⁹. Теоријски се не може тачно одредити одредити који ће ефекти превладати у укупном збиру користи за домаћу државу²⁰, али су ефекти формирања царинских унија на међународну трговину мерљиви. Посебно је то случај у пракси европске економске интеграције.

Формирање Европске економске заједнице као царинске уније, када је првобитних шест интеграционих држава укинуло интерне царинске баријере у периоду од 1958. до 1968. године, показало је висок пораст међусобне трговине: са 30% у 1958. на 45% у 1968. години, док је трговина са другим земљама, посебно са САД, опала²¹. Такође, ефекти царинске уније могли су се видети и приликом проширења ове интеграције. Процењује се да после пријема у

¹⁸ Snorrason, S. Th., *Asymmetric Economic Integration – Size Characteristic of Economies, Trade Costs and Welfare*, Springer, Hamburg, 2012, стр. 12.

¹⁹ Ali M. El-Agraa, *The European Union – Economics and Policies*, Ninth Edition, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, стр. 84.

²⁰ Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012, стр. 141. Paul Oslington, Contextual History, Practitioner History and Classic Status: Reading Jacob Viner's The Customs Union Issue, <https://apps.acu.edu.au/staffdirectory/?paul-oslington>.

²¹ Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012, стр. 146.

Европску унију, трговина нове државе чланице са постојећим државама чланицама расте за 10 – 15%; на пример, „обим трговине Велике Британије са оригиналних 6 држава Европске заједнице порастао је са 15% касних 1960-тих година на нови ниво од 28% средином 1980-тих“²².

1.1.1.1 Теорије регионалне интеграције држава западне Европе

Процес економске интеграције у западној Европи, који је започео формирањем Европске заједнице за угаљ и челик, априла 1952. године, са мешавином економских и политичкиј циљева²³, изазвао је запажен теоријски интерес и, као што је речено, допринео је формулисању теорија регионалне интеграције. Ове теорије представљају синтезу политичких и економских аргумената који уобличавају искуство интеграције и могу служити као путоказ у њеном развоју. Анализа политичких процеса у оквиру регионалне интеграције је важна за разумевање њених исхода; „политички мотиви могу убрзати прве кораке у економској интеграцији, али економска интеграција такође реагује на политичку сферу; слично томе, ако су иницијални мотиви економски, потреба за политичком сврхом може се појавити у каснијим фазама“²⁴. Анализа економског процеса интеграције требало би да у виду има првенствено економске чиниоце, уз остављање по страни политичких циљева и увођење политичких аргумената у анализу само ако је, како то каже Баласа, „решавање економских проблема повезано са политичким средствима и политичким процесом“²⁵.

Ако се остави по старни федералистички приступ регионалној интеграцији западноевропских земаља, у коме се економска интеграција

²² Anthony J. Venables, *The Economics of Preferential Trading Areas and Regional Integration*, у: Mike Artis and Frederick Nixon, *The Economics of the European Union – Policy Analysis*, Fourth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2011, стр. 55.

²³ Видети шире код: Ian Bache and Stephen George, *Politics in the European Union*, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 93 – 106.

²⁴ Bela Balassa, *The Theory of Economic Integration: An Introduction*, у: Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, (67 - 87), стр. 177.

²⁵ Bela Balassa, *The Theory of Economic Integration: An Introduction*, у: Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, (67 - 87), стр. 178.

подразумевала као део политичке унификације²⁶, прва теорија која је покушала да рационализује процес ове интеграције била је неофункционалистичка теорија.

Неофункционалистичка теорија регионалне интеграције везана је за радове Ернста Хаса (Ernst Haas)²⁷, а дубљи основ има у ставовима Жана Монеа (Jean Monnet), који је предложио интеграциони модел на коме је заснована Европска заједница за угљ и челик и који се сматра за креатора европске интеграције. Овај модел, изложен у тзв. Шумановој (Robert Schuman) декларацији о формирању Европске заједнице за угљ и челик, објављеној маја 1950. године, полазио је од претпоставке да „Европа не може бити направљена одједанпут или према јединственом плану. Она ће бити изграђена кроз конкретна остварења, која прво креирају де факто солидарност“²⁸.

Неофункционалистичка теорија дефинише регионалну интеграцију као „процес у коме политички чиниоци у неколико различитих националних оквира бивају убеђени да пренесу своју лојалност, очекивања и политичке активности на нови центар, чије институције поседују или захтевају јурисдикцију над претходно постојећим националним државама“²⁹. Регионална интеграција треба да има функционални облик, односно да се усмери на оне економске сегменте интеграционих привреда који не изазивају политичке спорове (области „ниске политике“), што ће за собом повући даљи ток интеграције у другим функционалним областима, да би се на крају она претворила и у политичку заједницу. Овај приступ разрађен је кроз следеће принципе интеграције³⁰:

²⁶ Ian Bache and Stephen George, *Politics in the European Union*, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 6 – 7.

²⁷ Haas, Ernst B., *The Uniting of Europe: Political, Social and Economic Forces, 1950-1957*, Stanford University Press, Stanford, 1958.

²⁸ Declaration of 9th may 1950 delivered by Robert Schuman, Fondation Robert Schuman, *European Issue*, No 204, 10 May 2011.

²⁹ Ernst B. Haas, *The Uniting of Europe: Political, Social, and Economic Forces 1950-1957*. Stanford University Press, Stanford, 1958, стр. 16. Цитирано по: Finn Laursen, *Theory and Practice of Regional Integration*, Miami – Florida European Union Center for Excellence, *Jean Monnet/Robert Schuman Paper Series*, vol. 8, No. 3, February 2008, стр. 4.

³⁰ Ben Rosamond, *Theories of European Integration*, St. Martin`s Press, New York, 2000, стр. 51.

- интеграција полази од кључних сектора привреде, који имају стратешку важност,
- ствара се заједничка институција технократског типа, која надгледа процес интеграције и спонзорише њен даљи напредак,
- интеграција кључних сектора ствара функционални притисак на интеграцију повезаних сектора, тако да се постепено у процес интеграције укључују привреде у целини,
- процес интеграције укључује партиципацију националних интересних група, које се узајамно повезују и креирају наднационални интерес у коме оставрују своје материјалне аспирације; постепено, оне „трансферишу лојалност“ од националних ка наднационалним органима,
- продубљивање економске интеграције ствара потебу за даљом институционализацијом пошто „експанзивнија интеграција ствара потребу за додатном регулацијом“,
- политичка интеграција је неизбежан исход економске интеграције,
- политичка интеграција ствара услове за обезбеђење дугорочног стабилног мира.

Кључни концепт неофункционалистичке теорије интеграције је преливања (енгл. Spillover). Један од аутора ове теорије, Леон Линдберг (Leon Lindberg) преливање дефинише као: „ситуацију у којој дата акција, која се односи на одређени циљ, ствара ситуацију у којој оригинални циљ може бити остварен само предузимањем даље акције, која са своје стране ствара даље услове и потребу за више акције и тако даље“³¹. Главна покретачка снага интеграције по овој теорији јесу националне интересне групе, које следе своје материјалне интересе и које лобирају код својих влада за наставак интеграције.

³¹ Lindberg, Leon N., *The Political Dynamics of European Economic Integration*, Stanford University Press, Stanford, 1963, стр. 10. Цитирано у: Ben Rosamond, *The Uniting of Europe and the Foundation of EU Studies: Revisiting the Neofunctionalism of Ernst B. Haas*, University of Warwick, 2005, стр. 11.

Сажету критику неофункционалистичке теорије дао је аутор друге теорије регионалне интеграције, државоцентричне теорије, Стенли Хофман (Stanley Hoffman): „Велика теорија која је била имплицитно Жан Монеова, а експлицитно Ернста Хаса, много боље игра улогу као почетни циљ него као стално објашњење. Пореклом из теорија о индустријском друштву, она пати од истих слабости. Она се ослања на технологију као своје гориво и на логици тржишта као мотора интеграције: кретање ка економској модернизацији доводи до политичког јединства. То је стари сан Сен Симона о деполитизованом прогресу, праћен идејом која се, на први поглед, чини насупрот врло политичком: идејом, да ће постепено развлашћивање националне државе и трансфер лојалности новој Заједници бити убрзан успостављањем централног квазифедералног политичког система (који је, међутим, схваћен као углавном бирократски)“³².

Државоцентрична (међувладина) теорија регионалне интеграције сматра да се процеси регионалне интеграције не могу реализовати без централне улоге државе. Државе су основи носиоци интеграције. Да би интеграција могла бити остварена, потребне су следеће претпоставке³³: учесници морају бити политичке заједнице, које и саме морају бити унутрашње интегрисане. Друго, друштва морају бити плуралистичка, са елитама и другим друштвеном групама, које су оријентисане ка интеграцији, али морају бити представљена извршном влашћу, која је носилац интеграције. Треће, са међународног становишта, државе које се интегришу морају створити уверење о сврси интеграције: „Интеграција значи заједнички избор заједничке будућности“³⁴. Националне државе су основне јединице интеграције, то што неки аутори дефинишу интеграцију као појаву нове врсте политичке заједнице „изнад националне државе“ јесте „замагљивање националних граница између система међународне организације и окружења које пружају националне

³² Stanley Hoffman, Reflections on the Nation-State in Western Europe Today. *Journal of Common Market Studies*, 21 (1), 1982, (21-38), стр. 29.

³³ Stanley Hoffmann, Obstinate or Obsolete? The Fate of the Nation-State and the Case of Western Europe, *Daedalus*, Vol. 95, No. 3, Tradition and Change (Summer, 1966), стр. 904.

³⁴ Stanley Hoffmann, Obstinate or Obsolete? The Fate of the Nation-State and the Case of Western Europe, *Daedalus*, Vol. 95, No. 3, Tradition and Change (Summer, 1966), стр. 906.

државе“³⁵. Интеграције не трансферишу лојалност ка наднационалним институцијама, чији „ауторитет остаје ограничен, услован, зависан и подложен опозивању“. До сада, сматра Хофман, „држава је у међународној арени још увек највиши поседник моћи и мада све државе нису политичке заједнице, још нема политичке заједнице која је инклузивнија од државе“³⁶. Потребно је још времена да одвојене европске државе одлуче да су њихови народи толико близу, да то оправдава успостављање једне Европске државе, чији задатак је да „претопи многе у једно“, а таква заједничка одлука одуствује у пракси европске регионалне интеграције, сматра Хофман.

Либерално-државоцентрична (међувладина) теорија регионалне интеграције у објашњењу интеграционих процеса комбинује либералну теорију, која објашњава формирање националних склоности ка интеграцији и државоцентричну теорију преговора и погађања, као и институционално устројство интеграције³⁷. У основи теорије налазе се две поставке: прво, државе су актери интеграције и оне остварују своје циљеве кроз процесе међудржавних преговора и погађања, а не кроз централизован ауторитет који доноси и намеће политичке одлуке. Ова теорија „просто признаје грубу политичку чињеницу о свременим институцијама као што је Европска унија: државе чланице су `господари уговора` и настављају да врше првенствену моћ доношења одлука и политичке легитимности“³⁸. Друго, државе су рационални актери, који формирају своје преференце и рачунају користи од интеграције и њихов пристанак на сарадњу и оснивање међународних институција је резултат рационалне процене и избора. У том светлу треба сагледати и еволуцију интеграције у Европску унију. Она се може најбоље разумети као „серија рационалних избора које су чинили национални лидери. Ови избори

³⁵ Stanley Hoffmann, *Obstinate or Obsolete? The Fate of the Nation-State and the Case of Western Europe*, *Daedalus*, Vol. 95, No. 3, Tradition and Change (Summer, 1966), (pp. 862-915), стр. 908.

³⁶ Stanley Hoffmann, *Obstinate or Obsolete? The Fate of the Nation-State and the Case of Western Europe*, *Daedalus*, Vol. 95, No. 3, Tradition and Change (Summer, 1966), (pp. 862-915), стр. 909.

³⁷ Andrew Moravcsik, *Preferences and Power in the European Community: A Liberal Intergovernmental Approach*, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 31, No. 4, 1993, (473-523), стр. 480.

³⁸ Andrew Moravcsik and Frank Shimmelfening, *Liberal Intergovernmentalism*, у. Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, (67 – 87), стр. 68.

одговорили су на ограничења и могућности које су произилазиле из економских интереса моћних домаћих јединица, релативне снаге држава, која је проистицала из асиметричне међуповезаности и улоге институција у јачању кредибилности обавеза преузетих од стране држава³⁹.

Националне преференце формирају се у унутрашњем политичком процесу и нису једном за свагда фиксиране; оне се мењају у складу са околностима. У случају Европске уније, преференце држава чланица првенствено су одражавале економске интересе и макро-економске циљеве владајућих државних коалиција, а не циљеве сигурности или европских идеала. Пошто се националне преференце интеграционих држава не поклапају, оне морају преговарати о интеграцији са превасходним циљем утврђивања узајамних користи од сарадње, а исходи сарадње зависе од релативне преговарачке снаге држава. Када постигну споразуме, државе оснивају институције које су основ трајности сарадње. Институције „помажу државама да постигну колективно супериорније исходе, смањујући трансакционе трошкове даљих међународних преговора о посебним питањима и обезбеђивањем неопходних информација у циљу смањења неизвесности држава о будућим преференцама и понашању сваке од њих. Државе установљавају правила за дистрибуцију добитака према раније утврђеним исходима погађања и смањују трошкове координације њихових активности, надгледајући понашање других и узајамно санкционишући неизвршење“⁴⁰.

1.1.2. Регионална монетарна интеграција

Не постоји јединствена теорија регионалне монетарне интеграције, односно монетарне уније, иако је овај тип интеграција историјски веома стар; јединствени новац, који је обухватао шире територијалне и политичке

³⁹ Andrew Moravcsik, *The Choice for Europe*. Cornell University Press, Ithaca, 1998, стр. 18.

⁴⁰ Andrew Moravcsik and Frank Shimmelfening, *Liberal Intergovernmentalism*, у. Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, (67 – 87), стр. 72.

заједнице, као и коришћење „туђег“ новца могли су се сретати од настанка новца до данас. Са становишта развита размене, оптимално решење је постојање светског новца, у коме би се „огледале“ вредности свих производа, односно, у класичној теорији, упоређивале различите вредности производа а, у неокласичној теорији, мерила њихова узајамна реткост. Светски новац испољава „ефекат мреже“ (енгл. Networking): што је већи круг његових корисника, све ефикасније је његово коришћење и оптицај новца има мање фрикција, које изазивају трансакционе трошкове за учеснике у размени.

Са друге стране, информативни аспект који доноси цена, као новчани израз вредности робе односно релативне реткости производа, са коришћењем светског новца постиже свој оптималан облик. Са функционисањем светског новца, тенденцијски се изједначавају цене свих производа и реализује концепт јединствених цена на светском тржишту.

Разумљиво је, стога, што свака национална новчана (валутна) област и свака регионална монетарна интеграција представљају субоптимално решење за развој размене. С једне стране, повећавају трансакционе трошкове а, са друге, производе информациону асиметрију и неједнакост цена. Истраживања су показала постојање тзв. „ефекта границе“ – разлика у цени истог производа између америчког града Детроита и суседног прекограничног канадског града, Виндзора, једнака је дистанци од две хиљаде километара на америчкој територији⁴¹; граница између две државе дели и два новчана система и онемогућава ефикасно деловање закона једне цене, иако је трговина између ове две државе слободна. Ако би ове две државе биле монетарно интегрисане, разлика у ценама не би била толико изражена.

Одсуство светског новца оставило је могућност како националног регулисања оптицаја новчане јединице, као симбола националне суверености и националне монетарне политике, тако и могућност различитих облика

⁴¹ Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 56.

повезивања држава у монетарној области, односно регионалне монетарне интеграције.

Пре разматрања обележја регионалне монетарне интеграције чини се ваљаним дати одговор на неколико питања.

Прво, може ли бити монетарне интеграције без трговинске интеграције?. Претходна нализа показала је да је она нужан резултат развоја размене. И искуство регионалних монетарних интеграција показује⁴² да су оне резултат економске повезаности интеграционих држава, било да је реч о економској повезаности више регионалних земаља, колонијалним економским односима, економској унији две државе, постојања великог обима међусобне трговине, или/и прожимању монетарних токова. „Да ли успостављање царинске уније јача или слаби тежњу за успостављањем и уније засноване на девизним курсевима? У ствари, постоје два супротстављена аргумента у одговору. С једне стране, интеграција трговине повећава отвореност партнерских земаља у међусобном односу и стога је *могуће* да јача тежњу да оне имају фиксирани девизни курсеви, или бар смањује јачину аргумента против фиксних девизних курсева. Ово ми се чини као једини здрава економски аргумент за став да монетарна интеграција треба природно да произађе из трговинске интеграције“⁴³.

Значај економске интеграције за формирање монетарне интеграције наглашава се и у студији Кенена (Peter B. Kenen) и Мидове (Ellen E. Meade) о регионалним монетарним интеграцијама, али се истиче и повратно дејство монетарне интеграције на развој економске интеграције. “Свеобухватно јединствено тржиште, међутим, као оно у Европској унији, вероватно може донети много веће користи ефикасности него царинска унија, зато што дозвољава слободно кретање капитала, а не само кретање добара. Али, може ли заједнички новац донети још веће користи? Смањујући трансакционе трошкове, промовишући транспарентност цена и отклањајући ризик каматне стопе, он

⁴² Michael D. Bordo and Lars Jonung, The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?, *NBER Working Paper 7365*, September 1999.

⁴³ W. M. Corden, Monetary Integration, *Essays in International Finance*, No. 93, April 1972, Department of Economics, Princeton University, Princeton, 1972, стр. 21.

сигурно може повећати користи ефикасности из слободне трговине добрима, услугама и финансијској активи, као и од отклањања баријера прекограничном кретању радника и предузећа⁴⁴. Монетарна интеграција, с друге стране, штити тржиште држава чланица, јер га изолује од великих флуктуација девизних курсева, који би разорно деловали на међусобну размену. „Консолидација валута може заштитити и унапредити користи ефикасности које доноси либерализација трговине...Зона слободне трговине или царинска унија не морају захтевати јединствен новац ако њихови чланови не траже одржавање фиксних девизних курсева. Али обухватније јединствено тржиште добара и финансијске активе може бити изложено протекционистичким захтевима уколико његови чланови не иду у правцу заједничке валуте“⁴⁵.

Друго, може ли бити монетарне интеграције без политичке интеграције? Ово питање има у виду чињеницу да се често говори о новцу као обележју „монетарне суверености“ једне државе или политичке заједнице; кроз историју се као црвена нит провлачио принцип „једна држава, један новац“⁴⁶ и новац је увек садржавао симболичка обележја државности. Историјски, стварању једне државе од више суверених политичких заједница (САД, Немачка, Италија) претходила је, или их је следила, монетарна интеграција⁴⁷, као што је и политичко уједињење држава праћено монетарном интеграцијом (Западна и Источна Немачка, 1991. године).

Разматрања регионалне монетарне интеграције углавном постављају хипотезу да је она у тесној вези са политичком интеграцијом. На пример, Бенџамин Коен (Benjamin J. Cohen), из студија случаја о шест примера монетарне интеграције, изводи закључак да се „политички услови показују као најважнији аргументи у одређивању одрживости монетарне сарадње између

⁴⁴ Peter B. Kenen, Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, стр. 26.

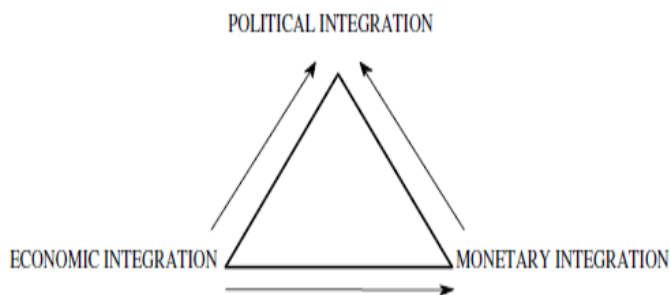
⁴⁵ Peter B. Kenen, Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, стр. 26 – 27.

⁴⁶ Gerald P. Dwyer, Jr. and James R. Lothian, International Money and Common Currencies in Historical Perspective, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper*, 2002-7, June 2002.

⁴⁷ Michael D. Bordo and Lars Jonung, The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?, *NBER Working Paper* 7365, September 1999.

суверених влада⁴⁸; исти став заузима и Корден (Corden), разматрајући рану фазу европске интеграције: „Европљани` у Европи теже комплетној економској унији која се, са своје стране, види као праг ка политичкој унији, тако да је кретање ка монетарној интеграцији део истог процеса као и успостављање трговинске интеграције⁴⁹. Касније анализе везане за Европску унију имају исти нагласак: „Постојала је дебата о везама између политичке, економске и монетарне интеграције. Процес Европске интеграције је стављао у привилегован положај економску интеграцију. Од Римског уговора (1957) надаље, велика већина институционалних корака према интеграцији имала је за циљ стварање зоне слободне трговине, царинске уније, заједничког тржишта и на крају економске уније. Стога, у Европи је `функционални` интеграциони процес преовладавао, са економском интеграцијом као стартном тачком и покретачком снагом, и подстичући временом монетарну и неке облике политичке интеграције⁵⁰. Овај процес може се представити следећом илустрацијом:

Графикон 1.1. *Однос економске, монетарне и политичке регионалне интеграције*



Извор: Francesco Paolo Mongelli, „New“ Views on the Optimum Currency Areas Theory: What is EMU Telling Us? *ECB Working Paper No. 138*, European central Bank, April 2002, стр. 10.

⁴⁸ Cohen, B. J., Beyond EMU: The Problem of Sustainability, *Economics and Politics*, 5, 1993, (187-203), стр. 190.

⁴⁹ W. M. Corden, Monetary Integration, *Essays in International Finance*, No. 93, April 1972, Department of Economics, Princeton University, Princeton, 1972, стр. 21.

⁵⁰ Francesco Paolo Mongelli, „New“ Views on the Optimum Currency Areas Theory: What is EMU Telling Us? *ECB Working Paper No. 138*, European central Bank, April 2002, стр. 10.

Неки аутори дају првенство политичким факторима у формирању монетарних унија. „Према нашим проучавањима формирања монетарних унија, најважнији закључак је да националне монетарне уније генерално следе процес политичке унификације, као њихов део...На другом месту су економски разлози, који укључују смањење трансакционих трошкова стандардизацијом ковања новца, добити из трговине, приступ ширем тржишту и хармонизација трговачких политика. Треће и на крају, неекономски разлози, поред политичке унификације, који укључују заједничку историју, заједнички језик, културу и религију, допринели су монетарној унификацији. То је посебно случај са мултинационалним монетарним унијама“⁵¹.

Ако је политичка интеграција у основи монетарне и економске регионалне интеграције, макар у тенденцијском облику, какав је у Европској унији, у којој је у преамбули оснивачких уговора присутна одредба да процеси економског и финансијског интегрисања „постављају основе све тешњој унији између европских народа“⁵², онда нас историјско искуство учи и да је и крај монетарне уније везан за слом политичке интеграције: „Узроци разбијања националних монетарних унија се претежно налазе у политичким околностима. Политичко јединство је лепак који држи монетарну унију заједно“⁵³.

Ранији теоретичари су схватили регионалне монетарне интеграције као области са фиксираним девизним курсевима, користећи упоредо и назив: монетарна унија. Овакав приступ био је условљен покушајем да се оствари монетарна интеграција у оквиру европске економске интеграције – Европске економске заједнице - а који је дошао до изражаја у извештају Пјера Вернера (Pierre Werner), као основног документа за њено формирање. У поменутом Извештају⁵⁴ каже се: „Монетарна унија имплицира у оквиру својих граница

⁵¹ Michael D. Bordo and Lars Jonung, The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?, *NBER Working Paper* 7365, September 1999, стр. 24.

⁵² Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26. 10. 2012, Преамбула.

⁵³ Michael D. Bordo and Lars Jonung, The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?, *NBER Working Paper* 7365, September 1999, стр. 25.

⁵⁴ *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of ECONOMIC AND MONETARY UNION in the Community – “Werner Report” (definitive text)*, Luxembourg, 8 October 1970, стр. 10.

тоталну и неповратну конвертибилност валута, елиминацију маргина флукуација у девизним курсевима, неповратно фиксирање валутних паритета и комплетну слободу кретања капитала. Она може бити праћена задржавањем националних монетарних симбола или успостављањем јединственог новца Заједнице“. Претпоставке за формирање монетарне уније, према томе, требало би да буду: (1) потпуна и неповратна конвертибилност валута; (2) комплетна либерализација капиталних трансакција и пуна интеграција банкарског и тржишта капитала; и (3) елиминација маргина флукуација и неповратно фиксирање паритета девизног курса; ове претпоставке преузете су касније и у Делоровом (Jacques Delors) извештају, који је стојао у основи креирања Економске и монетарне уније⁵⁵.

Формализујући претходне ставове, Корден дефинише монетарну интеграцију на следећи начин: „може се сматрати да се монетарна интеграција састоји из уније девизног курса (енгл. Exchange-rate Union) комбиноване са интеграцијом тржишта капитала“⁵⁶. На основу тога, он разликује два облика монетарне интеграције: псеудо-унију засновану на девизним курсевима и комплетну унију засновану на јединственом новцу. Псеудо- монетарна унија је „аранжман у коме се државе чланице споразумевају – без сумње, свечано, да одржавају односе фиксних девизних курсева у оквиру уније, али нема изричите интеграције економске политике, нема заједничког пула девизних резерви и нема јединствене централне банке“⁵⁷. За разлику од ње, комплетна монетарна унија значи „праву монетарну интеграцију“ и подразумева јединствене девизне резерве, централну банку и новац.

Обележја пуне монетарне уније налазимо код Алена (Allen)⁵⁸:

⁵⁵ European Commission, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 1990, стр. 32.

⁵⁶ W. M. Corden, Monetary Integration, *Essays in International Finance*, No. 93, April 1972, Department of Economics, Princeton University, Princeton, 1972, стр. 2.

⁵⁷ W. M. Corden, Monetary Integration, *Essays in International Finance*, No. 93, April 1972, Department of Economics, Princeton University, Princeton, 1972, стр. 3.

⁵⁸ Allen, P. R., *Organization and Administration of a Monetary Union*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1976, стр. 4 – 5.

- јединствена валута или, ако има више валута, ове валуте морају бити потпуно конвертибилне по непроменљивим фиксним девизним курсевима, што ефективно креира једну валуту;

- непроменљивост фиксних девизних курсева, која зависи од узајамно конзистентних монетарних политика у оквиру уније; зато треба да буде присутан аранжман у коме се монетарна политика уније, укључив емисију примарног новца и регулисање аутономног креирања новца од стране банака, води на нивоу уније, укидајући националну аутономију у вођењу монетарне политике;

- постојање јединственог девизног курса према трећим земљама, што значи и креирање заједничких девизних резерви на нивоу Уније.

Очигледно је да раније теорије нагласак стављају на фиксирању девизних курсева, као (почетни) облик монетарне интеграције и на тај начин решавају проблем тзв. „немогућег тројства“, са импликацијом да се остварује слобода кретања капитала, али укидају самосталне националне монетарне политике. То је било очигледно креаторима Економске и монетарне уније, који су сматрали да монетарна интеграција путем фиксирања девизних курсева има неколико последица⁵⁹:

- фиксни девизни курсеви имплицирају изједначавање номиналних каматних стопа у свим државама чланицама уније, услед перфектне мобилности капитала;

- са макроекономског становишта, неповратно фиксирани девизни курсеви су еквивалент једној валути, али уколико стопа конверзије није један према један;

- неповратно фиксирани девизни курсеви имплицирају да је монетарна политика стављена под контролу јединствене институције.

⁵⁹ European Commission, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 1990, стр. 34 – 35.

Наведена разматрања указују на претпоставке монетарне интеграције и дају њена обележја. Међутим, савремене анализе монетарних интеграција дају шире дефиниције регионалне монетарне интеграције.

У савременом схватању, регионална монетарна интеграција или монетарна унија може се дефинисати као свако заједничко коришћење једне новчане јединице од стране више суверених држава. Или, како то поставља Коен, „монетарна унија се може дефинисати као дељење заједничке валуте или њеног еквивалента од стране групе од две или више држава. Мада неки извори протежу ову дефиницију тако да укључи и монетарне режиме националних федерација као што су САД или империјалне агломерације као што је била стара Аустро-Угарска империја, конвенционална пракса је да се овај термин ограничава на споразуме између јединица које су признате као потпуно суверене државе према међународном праву...У најстрожем смислу речи, монетарна унија значи комплетно напуштање посебних националних валута и пуну централизацију монетарне власти у јединственој заједничкој институцији“⁶⁰.

Наведена дефиниција не сматра да су монетарне уније оне које су засноваане на фиксирању девизних курсева (фиксни девизни курсеви и валутни одбор), за које неки аутори сматрају да такође представљају облике монетарне уније, пошто подразумевају „консолидацију“ валута, односно смањивање броја валута у свету⁶¹. Она не обухвата ни унилатерално коришћење валуте друге државе (доларизација – Панама, Либериа, Еквадор; евроизација: једнострана – Црна Гора, Косово или споразумна – Андора, Монако, Лихтенштајн и др; као и споразумно а коришћење валуте једне државе – Белгија и Луксембург пре увођења евра)⁶². Унилатерално коришћење валуте других држава, иако представља консолидацију валута, не подразумева учешће државе која га

⁶⁰ Benjamin J. Kohen, *Monetary Unions*, EH.Net, Economic History Association, <http://eh.net/?s=monetary+unions>.

⁶¹ Peter B. Kenen, Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, стр. 29 – 38.

⁶² Michael D. Bordo and Lars Jonung, *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?*, NBER Working Paper 7365, September 1999, стр. 19.

реализује у креирању заједничке монетарне политике уније⁶³, односно, бар у некој мери обезбеђивање националног монетарног суверенитета. Исто тако, није обухваћена ни тзв. асиметрична монетарна унија са доминантном валутом једне државе као „монетарним сидром“ (случај немачке марке у Европском монетарном систему)⁶⁴, која не укључује заједничко учешће у формулисању монетарне политике интеграционих држава.

Заједнички именитељ свих регионалних монетарних интеграција или монетарних унија је добровољно ограничавање национале монетарне суверености интеграционих држава, у сврху остваривања монетарне стабилности.

Као монетарну унију у савременом аспекту треба сматрати монетарни аранжман између суверених држава, који укључује заједнички новац, централну банку и заједничко одлучивање о монетарној и фискалној политици.

У том смислу, аранжмани као што је валутни одбор, доларизација/евроизација и фиксирање девизних курсева уз постојање националног новца, националне централне банке и самосталне монетарне политике, не одговарају критеријума монетарне уније; они су монетарни аранжмани чији називи говоре о њиховој суштини.

Регионална монетарна интеграција или монетарна унија је производ економског повезивања односно економске уније држава чланица и представља мост између економске и политичке уније; монетарно унифицирање после креирања политичке уније не може се сматрати за монетарну унију у правом смислу речи (случај САД, Немачке и Италије) (Бордо и Јонунг за овај случај користе термин „национална монетарна унија“, за разлику од „интернационалних монетраних унија“, коју чине државе које нису политички

⁶³ Peter B. Kenen, Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, стр. 9.

⁶⁴ Milutin Ćirović, *Devizni kursevi*, Bridge Company, Beograd, 2000, стр. 117 – 118.

унифициране)⁶⁵. Политичка унија (федерална држава) претпоставља монетарну унију као свој органски део.

Стварање монетарне уније, као и сам процес економске и политичке интеграције је динамичан процес. Монетарна унија може бити незавршена, све док не оствари горе наведене атрибуте: то је случај са монетарном унијом у Европској унији, којој недостаје заједничка (јединствена) фискална политика; она је некомплетна монетарна унија⁶⁶, односно није потпуно формирана (енгл. Full-fledged) регионална монетарна унија⁶⁷. Чак и у условима пуне политичке интеграције, у којој је и монетарна и фискална власт централизована, монетарна интеграција је процес; као што показује пример САД: економска унификација реализована је 1789. године, формирање комплетног јединственог новца остварено је 1863. године, а фискални федерализам тек после Велике економске кризе, 1929 - 1933. године⁶⁸.

1.1.3. Користи регионалне монетарне интеграције

Монетарна интеграција је суверен, добровољан чин држава чланица. Оне, међутим, улазе у регионалне монетарне интеграције на бази процене користи и трошкова, како статичких, тако и динамичких, везаних за дугорочне развојне перспективе. Док се први могу и квантитативно изразити, други су неизвеснији и зависе од синергетских подстицаја у оквиру интеграције, али и од адаптивности институција које прате процесе интегрисања.

Економска теорија је анализирила низ користи које регионална монетарна интеграција доноси; када је реч о трошковима, они се процењују индиректно, као последице губитка могућности самосталног коришћења

⁶⁵ Michael D. Bordo and Lars Jonung, The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?, *NBER Working Paper 7365*, September 1999, стр. 6.

⁶⁶ Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 101 – 119.

⁶⁷ Peter B. Kenen, Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, стр. 40.

⁶⁸ Michael D. Bordo and Lars Jonung, The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?, *NBER Working Paper 7365*, September 1999, стр. 28 – 29.

девизног курса као механизма за прилагођавање последицама економских шокова.

У анализи користи монетарне интеграције, као оријентир може послужити методолошки приступ присутан у студији Европске комисије, „Једно тржиште, један новац“, публиковане 1990. године, у којој је дат исцрпан приказ ефеката Економске и монетарне уније⁶⁹. Користи интеграције могуће су у следећим областима:

1.1.3.1. Економска ефикасност и раст

- укидање трансакционих трошкова замене националних валута у условима постојања јединственог новца. У поменутој студији, Европска комисија је квантификовала уштеде на нивоу Уније по овом основу у распону од 0,5% бруто друштвеног производа Уније (односно 13 – 19 милијарди евра годишње)⁷⁰. У уштеду трансакционих трошкова спада и смањење накнада за прекогранична плаћања, које су веће него у унутрашњем платном промету; у оквиру Економске и монетарне уније, централизован је механизам платног промета у оквиру Европске централне банке (ТАРГЕТ систем) и стандардизовани су инструменти плаћања (Директива о платним услугама)⁷¹;

- повећана транспарентност цена, пошто су цене производа и услуга изражене у јединственом новцу. Купци би требало, под претпоставком перфектне конкуренције, да се сусрећу са истим ценама истих производа у различитим државама чланицама. Међутим, деловање монополистичке конкуренције, „ефекат гарнице“, трансакциони трошкови трговине и

⁶⁹ European Commission, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 1990.

⁷⁰ European Commission, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 1990, стр. 30.

⁷¹ Видети: Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 54 – 55.

различити национални регулаторни режими чине да је то тешко оствариво, односно да постоје велике разлике у ценама на интегрисаном тржишту⁷²;

- елиминација варијабилности номиналних девизних курсева (која је, по наводима Европске комисије, у периоду писања наведене студије износила просечно 0,7% месечно за државе чланице Механизма девизних курсева, тј. потенцијалне државе чланице Економске и монетарне уније) смањује неизвесност учесника у размени у погледу користи од трговине. С друге стране, елиминација неизвесности кретања девизних курсева смањује и ризичност инвестирања на интеграционом подручју и стога има подстицајно дејство на дугорочан економски раст⁷³.

1.1.3.2. Стабилност цена

- стабилност цена омогућава ефикаснију алокацију ресурса. Инфлационо окружење делује дисторзивно на алокацију ресурса, јер замагљује реалну реткост ресурса као оријентир за инвестирање. Независност централне банке омогућава смањење стопе инфлације и њене варијабилности. Ефекат стабилности цена посебно је значајан за државе које су забележиле пре-интеграционе високе стопе инфлације, односно које су „склоне инфлацији“. За такве државе, мотив интеграције је повећана кредибилност монетарне политике. “Ове државе моћи ће да позајмљују по нижим каматним стопама, зато што су смањена инфлаторна очекивања и стога што је већа ефикасност ширег и дубљег тржишта капитала у монетарним унијама”⁷⁴.

1.1.3.3. Повећања трговинске размене

- смањење трансакционих трошкова замене новца и смањење неизвесности кретања девизних курсева стимулишу раст међусобне трговинске

⁷² За Економску и монетарну унију, видети: Видети: Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 55 – 57.

⁷³ European Commission, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 1990, стр. 30. Ова хипотеза није још увек потврђена; видети: Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 61 – 66.

⁷⁴ Ali M. El-Agraa, *The European Union – Economics and Politics*, Ninth Edition, Cambridge University Press, Cambridge, 2011, стр. 150 – 151.

размене интеграционих држава. Иако све утврђују раст трговинске размене, емпиријске студије овог феномена у монетарним интеграцијама нису сагласне око његовог обима. Процене се крећу од увећања размене за више од три пута (Роуз), до много скромнијег обима пораста, у распону од 5 – 20%⁷⁵; утицај монетарне интеграције на раст обима трговине биће детаљније размотрен у следећем одељку.

1.1.3.4. Светски новац

-јединствена валута у оквиру регионалне монетарне интеграције, уколико је она економски снажна, може играти улогу светског новца, што као корист доноси мање трансакционе трошкове у међународној размени, већи обим емисија финансијских инструмената у портфељу банака, снижену потребу за девизним резервама, као и емисиону добит (сењораж) централне монетарне институције интеграције⁷⁶;

- јединствена валута као светски новац олакшава међународни механизам координације у валутној области, што доприноси стабилности међународног монетарног система, односно избегавању валутних криза⁷⁷.

1.2. Теорија оптималне валутне области

Економска интеграција и монетарна интеграција, као њен највиши стадијум, подразумевају узајамно прилагођавање економских политика држава које у њима учествују. Ово прилагођавање има за циљ с једне стране, очување њихове унутрашње економске равнотеже, односно стабилног нивоа цена и запослености (аналитички изражених кроз тзв. Филипсову криву). С друге стране, узајамно прилагођавање треба да очува спољну равнотежу држава

⁷⁵ Видети: Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 66.

⁷⁶ European Commission, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 1990, стр. 30.

⁷⁷ Ali M. El-Agraa, *The European Union – Economics and Politics*, Ninth Edition, Cambridge University Press, Cambridge, 2011, стр. 150.

чланица, у различитим облицима монетарне интеграције: уколико се она реализује кроз систем фиксних девизних курсева (шири појам монетарне интеграције) - у одржавању стабилне равнотеже номиналних девизних курсева а, уколико је интеграција изражена кроз усвајање јединствене валуте (ужи појам монетарне интеграције), онда кроз стабилност реалних девизних курсева држава чланица. Спољна и унутрашња економске равнотежа представљају систем спојених судова и механизми за њихово одржавање су међусобно условљени, а првенствено су изражени кроз деловање монетарне (и кредитне) политике, чији је облик и девизни курс. Пракса развитка међународних интеграционих процеса, као и економска теорија, разликовале су се у нагласку који је придаван одржавању једног од ова два облика равнотеже уз потребу прилагођавања другог.

Систем златног стандарда, који је регулисао односе држава чланица у међународној трговини и интеграционим процесима у периоду од 1870. до 1914. године, познавао је аутоматско одржавање спољне економске равнотеже односно фиксирање девизних курсева држава према њиховом златном паритету и уравнотежење платних биланса у случају неравнотеже кроз механизам кретања злата између држава. У случају неравнотеже платног биланса (због деловања екстерног шока; на пример, пада извоза или раста увоза), одлив злата у дефицитној држави је изазивао пад цена, а у суфицитној држави њихов раст (према принципима квантитативне теорије новца). Пад цена и трошкова производње у дефицитној држави обновио би њену конкурентност и стимулисао извоз; обрнути процес би се десио у суфицитној држави и њихови платни биланси би били поновио уравнотежени.

Аутоматски механизам прилагођавања, који је у систему златног стандарда наметао дисциплину државама у међународној трговини, био је праћен поштовањем „правила игре“ од стране централних банака,⁷⁸ која су онемогућавала вођење самосталне монетарне политике: оне су кроз механизам

⁷⁸ Robert Triffin, *The Myths and Realities of the So-called Gold Standard*, у: *International Finance – Selected readings*, Edited by R. N. Cooper, Penguin Books, Harmondsworth, 1969, стр. 38 – 62.

дисконтних операција и подизања каматних стопа пооштрале монетарну политику у дефицитним државама, а смањивањем каматних стопа шириле обим кредита у суфицитним државама; поред стимулисања кретања капитала између држава, овакве политике водиле су убрзању прилагођавања цена и надница наниже у суфицитној држави, а њихово кориговање навише у дефицитној.

Слом златног стандарда у време Првог светског рада и „монетарни провизоријум“ између два светска рата донели су нестабилност у кретању девизних курсева и повећану интервенцију држава у области монетарне политике, али су довели и до креирања нове теоријске парадигме у економској науци, кејнзијанизма. Ова теоријска парадигма је заснована, између осталог, и на новом приступу анализи цена и надница: оне се третирају као ригидне на смањивање. То је довело и до новог приступа анализи механизма узајамног прилагођавања држава у процесима економске и монетарне интеграције у условима новог система девизних курсева, који је усвојен после Другог светског рата као Бретонвудски систем девизних курсева (важио је од 1944. до 1976. године).

Бретонвудски систем је систем фиксних прилагодљивих девизних курсева⁷⁹. Све националне валуте биле су повезане фиксним курсевима преко америчког долара, који је сачувао везу са златом као светским новцем у фиксном паритету. Флуктуације курсева биле су правилима Међународног монетарног фонда, који је био оперативна институција система, ограничене на +/- 1% у односу на долар и државе су прихватиле обавезу да бране своје курсеве коришћењем девизних резерви или кредита Фонда (за откуп своје валуте уколико она депресира услед дефицита платног биланса; или продају, уколико она апресира). Курсеви су били прилагодљиви: у случају да се у држави чланици формира фундаментална спољна неравнотежа, односно трајни дефицит платног биланса, она је могла, уз сагласност Фонда, да изврши девалвацију своје валуте. Трајни дефицит је углавном био резултат губљења конкурентске

⁷⁹ Brian Tew, *The Evolution of the International Monetary System*, Hutchinson University Library, London, 1977.

способности државе услед прекомерног раста цена и надница, односно инфлаторних притисака. Алтернатива је била дугорочнија дефлациона политика, односно притисак на снижавање цена и надница, али је она због њихове ригидности била мање остварива. Систем фиксних курсева није омогућавао самосталну монетарну политику држава чланица; оне су на различите начине, укључив и контролу кретања капитала, одржавале фиксне курсеве, а кретање капитала између држава било је условљено остваривањем конвертибилности капиталних трансакција.

Фиксни девизни курсеви, као и златни стандард, давали су првенство одржавању спољне равотеже у односу на унутрашњу економску равнотежу. Са променом парадигми у економској теорији и под утицајем кретања на светском тржишту (учесталост екстерних шокова, либерализација кретања капитала, кризе фиксних девизних курсева под утицајем шпекулативног капитала), али и у привредама држава чланица (потреба вођења самосталне монетарне и фискалне политике) испољене су слабости система фиксних девизних курсева и формулисани су захтеви за применом флексибилних девизних курсева. С једне стране, истакнут је принцип тзв. „немогућег тројства“, односно немогућности да држава истовремено има самосталну монетарну политику, фиксни девизни курс и слободно кретање капитала⁸⁰. С друге стране, истакнуте су предности флексибилног курса који изолује државу од негативних утицаја екстерних шокова по унутрашње кретање цена и надница уз истовремено регулисање њене конкурентске способности у међународној размени. Још од значајног чланка Милтона Фридмана, објављеног 1953. године⁸¹, али и под утицајем искуства Канаде, која је од 1950. године увела флексибилни девизни курс, па све до коначног усвајања флексибилних курсева као општег система девизних курсева (1976. године, тзв. Споразум из Јамајке о реформи девизних курсева у оквиру

⁸⁰ Paul Krugman and Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija*, Osmo izdanje, DataStatus, Beograd, 2009, стр. 650.

⁸¹ Milton Friedman, The Case for the Flexible Exchange Rates, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1950.

Међународног монетарног фонда)⁸², истицане су предности овог инструмента економске политике у функцији остваривања основних циљева унутрашње економске равнотеже националних привреда.

Фридманово залагање за флексибилност девизног курса произашло је из монетаристичког става да је монетарна политика, односно неинфлаторни раст новчане масе у основи флексибилних девизних курсева. „Концепт макроекономске политике заснован на флексибилним курсевима битно се разликује од макроекономске политике у контексту фиксних курсева. Наиме, у моделу фиксних девизних курсева је номинално сидро управо фиксни курс, док је у моделу флексибилних курсева номинално сидро неинфлаторна стопа раста новчане масе. У моделу фиксних курсева макроекономске власти настоје да на краatak рок прилагођавају монетарну и фискалну политику тако да с на средњи рок одржи фиксни курс у контексту слободног деловања тржишних механизма и уз привремене интервенције централних банака на девизним тржиштима. Међутим, у моделу флексибилних курсева, макроекономска политика је оријентисана на неинфлационо програмирање монетарног раста – што представља номинално сидро система – при чему се очекује да ће девизни курс бити релативно стабилан“⁸³.

Флексибилан девизни курс врши повратно дејство на релативне односе цена и трошкова унутар економског простора кога изражава, посебно односе између нетрговачког и трговачког (извозно-увозног) сектора, и то нарочито у случајевима екстерних шокова којима су привреде изложене. Он је снажно и ефикасно средство прилагођавања екстерним шоковима ради поновног успостављања унутрашње равнотеже, односно стабилности цена и оптималне запослености, посебно ако се упореди са алтернативним механизмом прилагођавања тим шоковима, садржаним у „интерној девалвацији“ - механизму дефлационог притиска на цене и наднице, који може изазвати негативне социјалне последице. „Али, колико је лакше променити девизни курс

⁸² Thomas D. Willett, *Floating Exchange Rates and International Monetary Reform*, America Enterprise Institute, Washington, 1977.

⁸³ Милутин Ћириковић, *Девизни курсев*, Bridge Company, Београд, 2000, стр. 25.

за 10% него остварити *опште* опадање свих америчких цена за 10%. Зашто се не би само једна цена, при том потенцијално врло флексибилна, прилагодила, уместо што би се огроман број домаћих цена померао, са свим њиховим крутим међуодносима и свим посредним ефектима? Боље је да пас маше репом него да реп маше псом⁸⁴.

Уласком у монетарну интеграцију, која претпоставља неповратно фиксирање узајамних девизних курсева и/или јединствен новац, државе чланице се одричу овог инструмента монетарне политике. Са становишта држава чланица, ово одрицање представља трошак монетарне интеграције. Да ли су користи од монетарне интеграције, о којима је било речи, довољно велике да надокнаде губитак могућности коришћења флексибилних девизних курсева? Теорија оптималних валутних (новчаних) области (Optimum Currency Areas – ОСА) анализира карактер овог трошка у контексту монетарне интеграције. *„Оптимална новчана област не говори о општим трошковима и користима економске и монетарне уније; она је анализа трошкова и користи само трошкова економске и монетарне уније. Теорија поставља услове који ће донети осигурање од трошкова или бар смањити њихов обим“* (подвучено у оригиналу)⁸⁵.

Теорију оптималне валутне области формулисао је Роберт Мандел (Robert Mundell) 1961. године⁸⁶, мада је било наговештаја ове теорије и у радовима других економиста пре њега⁸⁷. „Проблем може бити постављен“, каже Мандел, „на општији и јаснији начин, дефинисањем валутне области као домена у коме су девизни курсеви фиксирани и постављањем питања: који је одговарајући домен валутне области“⁸⁸. У оквиру такве области фиксирани су

⁸⁴ Милтон Фридман, Слободни девизни курсеви, у: *Теорија новца и монетарна политика*, Рад, Београд, 1973, (279 – 291), стр. 286.

⁸⁵ Ali El-Agraa, The theory of monetary integration, у: Ali El-Agraa, ed., *The European Union – Economics and Politics*, Cambridge University Press, Cambridge, 2011, стр. 156.

⁸⁶ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 657 – 665.

⁸⁷ Harris Dellas and George S. Tavlas, An Optimum-Currency-Area Odissey, *Bank of Greece Working Papers*, No. 102, September 2009.

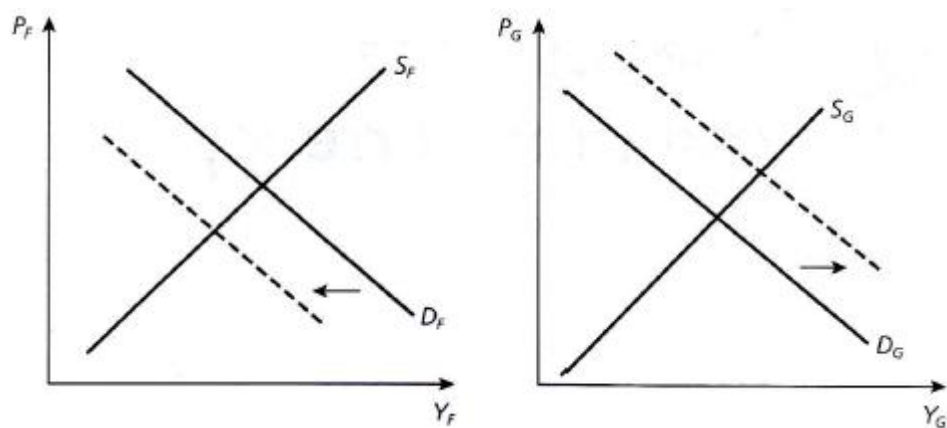
⁸⁸ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 657.

девизни курсеви и стога се поставља питање шта интеграциони делови губе напуштањем флексибилних девизних курсева у случају асиметричних екстерних шокова, односно шокова који погађају само један интеграциони ентитет.

Мандел конструише модел два ентитета (региона или држава), који се у почетној фази налазе у стању пуне запослености и равнотеже платног биланса и испитује шта ће се десити када је равнотежа нарушена променом тражње од добара једног ентитета (ентитета Б, нпр. Француска), ка добрима другог ентитета (ентитет А, нпр. Немачка), под претпоставком да номиналне наднице и цене не могу бити смањене на кратак рок без креирања незапослености и да монетарни ауторитети могу деловати на спречавању избијања инфлације.

Деловање асиметричног шока на агрегатну понуду и тражњу (основне категорије макроекономске анализе) могу се представити следећим графиконом (са стандардним илустровањем агрегатне понуде и тражње, где је: P = општи ниво цена, Y = национални доходак, D = крива агрегатне тражње и S = крива агрегатне понуде).

Графикон 1.2. *Утицај асиметричног шока на агрегатну понуду и тражњу*



Асиметрични шок у наведеном примеру изазива незапосленост у ентитету Б (представљен графиком лево) и инфлаторне притиске у ентитету А (представљен графиком десно) Оба ентитета суочена су са проблемом прилагођавања, пошто је унутрашња равнотежа нарушена.

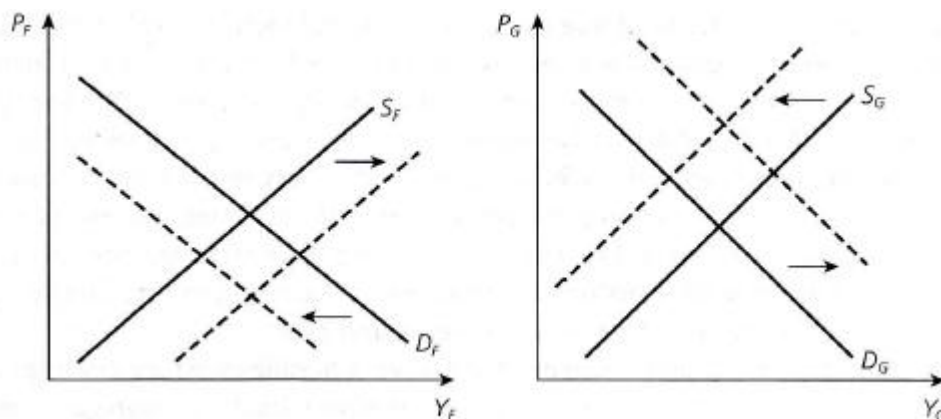
У условима постојања самосталних валута, односно када било ком ентитету на располагању стоји коришћење флексибилног девизног курса, прилагођавање би се извршило тако што би „депресијација у ентитету Б и апресијација у ентитету А кориговале спољну неравнотежу, а истовремено олакшале незапосленост у Б и ограничиле инфлацију у А“⁸⁹.

У оквиру монетарне интеграције, прилагођавање деловању асиметричног шока може се успоставити деловањем флексибилности надница, под дејством незапослености (Мандел је, као што је наведено, дозволио могућност флексибилних надница под притиском незапослености). Наднице у ентитету Б ће се смањити, утичући на смањење агрегатне понуде (и одговарајуће кретање криве понуде), док ће се наднице у ентитету А повећати, утичући на раст агрегатне тражње (и на кретање криве тражње). Смањење агрегатне понуде у ентитету Б смањиће ниво цена и повећати конкурентност производа у трговини са ентитетом А. Повећање агрегатне тражње у ентитету А повисиће ниво цена у учинити производњу овог ентитета мање конкурентном. Последица је ново прилагођавање: раст тражње за производњом ентитета Б и смањење тражње за производњом ентитета А; успоставља се равнотежа у оба ентитета. Терет прилагођавања подносе оба ентитета, по цену „извесне“ незапослености у ентитету Б и „извесне“ инфлације у ентитеу А, али „и инфлација и незапосленост не могу се избећи“⁹⁰. Овај процес прилагођавања представљен је графиком 1.3.

⁸⁹ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 659.

⁹⁰ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 660.

Графикон 1.3. Процес аутоматског прилагођавања асиметричном шоку



Мандел уводи и други критеријум за оптималност монетарне интеграције: она представља оптимално валутно подручје само ако постоји довољна мобилност рада између два ентитета. Рад се из ентитета Б, где постоји незапосленост, сели се у ентитет А, где постоји повећана тражња за радом (и инфлаторни притисак). Сељењем рада, престаје незапосленост у ентитету Б а ишчезава инфлаторни притисак у ентитету А. Према томе, оптимална валутна област и могућност монетарне интеграције у облику система фиксних девизних курсева и/или јединствене валуте, постоји уколико је унутар ње остварена мобилност рада. Уколико нема такве мобилности, онда је боље користити флексибилне девизне курсеве⁹¹.

У каснијем доприносу теорији оптималне валутне области (1973)⁹², Мандел разрађује још једну компоненту коју је поменуо као одређујући фактор оптималне валутне области – кретање капитала као фактора производње. Уколико постоји диверзификација улагања становника интеграционих држава,

⁹¹ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 664.

⁹² Robert A. Mundell, Uncommon Arguments for Common Currencies, in H.G. Johnson and A.K. Swoboda (eds.), *The Economics of Common Currencies*, George Allen and Unwin Ltd, London, 1973, стр. 114 - 32.

онда ће приход од улагања представљати механизам узајамног осигурања од асиметричних шокова: ако је шок погодио државу чланицу Б, онда ће део изгубљеног прихода њених грађана који су купили хартије од вредности државе А бити надокнађен приносом на те финансијске пошто је њихова цена, која одражава економске околности у држави А бити повећана.

Непосредно после Манделове формулације, теорију оптималне валутне области допунио је Роналд Мекинон (Ronald McKinnon), 1963. године. Његова намера била је да „даље развије идеју оптималности, разматрајући утицај отворености привреде, тј. однос трговинских и нетрговинских добара на проблем усаглашавања спољне и унутрашње равнотеже, наглашавајући потребу стабилности унутрашњих цена“⁹³. Привреда је отворенија уколико је већи обим њеног извоза и увоза у односу на добра којима се не тргује са светском тржишту. Каква је могућност коришћења флексибилног девизног курса у условима отворене привреде?

У отвореној привреди, цене трговинских добара биће под директним утицајем светског тржишта посредством девизног курса, тако да дејство екстерног шока неће бити могуће амортизовати варијацијама курса, пошто оне не могу довести до промене релативног односа унутрашњих цена и стога побољшања конкурентности привреде као услова за апсорпцију шока. Привреда се може прилагодити само смањивањем домаће апсорпције (снижавањем цена и надница). „У екстремном случају у коме је привреда потпуно отворена, тј. сва произведена и потрошена добра су трговинска са ценама које су утврђене споља, једини начин на који трговински биланс може бити побољшан је кроз смањење домаће потрошње уз одржавање нивоа производње“⁹⁴. Коришћење флексибилног девизног курса у отвореној привреди је неефикасно и стога није целики трошак од његовог напуштања. „Поновимо суштину аргумента: ако се крећемо кроз спектар од затворене ка отвореној привреди, флексибилни

⁹³ Ronald I. McKinnon, Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4 (Sep., 1963), стр. 717.

⁹⁴ Ronald I. McKinnon, Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4 (Sep., 1963), стр. 719.

девизни курсеви постају истовремено мање ефикасни као контролно средство за спољну равнотежу и штетнији за стабилност унутрашњих цена⁹⁵.

Трећи „класик“ теорије оптималне валутне области је Питер Кенен (Peter B. Kenen), који је у раду објављеном 1969. године⁹⁶ у критеријуме за формирање оптималне валутне области увео степен диверзификације производње државе која улази у монетарну интеграцију: „диверзификација у производном миксу и број региона са производњом једног производа у једној земљи могу бити важнији од мобилности рада“⁹⁷. Уколико је производна структура диверзификованија, утолико екстерни шокови попримају карактер секторски специфичних шокова који потиру један другог, тако да нема потребе за прилагођавањем коришћењем флексибилних девизних курсева; флексибилни девизни курсеви су непотребни. По Кененовом мишљењу, уколико је производна структура држава сличнија, утолико ће екстерни шокови деловати симетричније на обе државе, што отклања потребу узајамног прилагођавања.

Кенен анализира још један критеријум оптималне валутне области: улогу централизованог буџета у процесу прилагођавања екстерним шокovima интеграционих држава између којих не постоји мобилност рада. „Фискални систем који спаја неколико региона може допринети унутрашњој равнотежи и на тај начин компензовати део макроекономски неповољне околности постојања валуте која спаја неколико тржишта рада – области која није оптимална у Манделовом смислу“⁹⁸. Уколико је буџет на нивоу монетарне интеграције централизован, асиметричан шок има за последицу да се приходи буџета смањују у држави која је погођена шоком, али расту буџетски издаци усмерени у ту државу по основу надоканда за незапосленост и других

⁹⁵ Ronald I. McKinnon, Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4 (Sep., 1963), стр. 719.

⁹⁶ Kenen, P.B., The theory of optimum currency areas: an eclectic view. У: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969, стр. 4 1– 60.

⁹⁷ Kenen, P.B., The theory of optimum currency areas: an eclectic view. У: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969, стр. 49.

⁹⁸ Peter B. Kenen, *Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates*, London School of Economics and Political Science, August 2000, стр. 9.

социјалних давања, тако да се на тај начин ублажава дејство шока, односно врши прилагођавање на тржишту рада. (Кенен примећује овим поводом: „Када сам прегледао литературу о оптималној валутној области пре него што сам почео да пишем овај рад, нисам наишао да је ико пре мене уочио овај допринос“⁹⁹).

Из доприноса класичних аутора у области теорије оптималне валутне области могу се извући два основна закључка: прво, одустајање од флексибилних девизних курсева, као средства прилагођавања унутрашње и спољне равнотеже (по дефиницији Мекинона, оне се огледају у: одржавање пуне запослености, одржавање уравнотеженог платног биланса и одржавање стабилности унутрашњих цена)¹⁰⁰ асиметричним екстерним шокovima није прохибитивни трошак у условима монетарне интеграције. Друго, теорија оптималне валутне области даје критеријуме за процену када државе могу формирати оптималну валутну област, односно монетарну унију засновану на фиксним девизним курсевима и/или јединственој валути. Ти критеријуми су¹⁰¹:

- степен мобилности рада и/или флексибилност цена и надница (Мандел),
- деловање асиметричних шокова (Мандел),
- степен отоврености и/или трговинске интеграције (Мекинон),
- величина привреде (Мекинон),
- сличност економске структуре две привреде (Кенен),
- степен диверзификације производње (Кенен),
- ниво фискалне интеграције (Кенен).

⁹⁹ Peter B. Kenen, *Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates*, London School of Economics and Political Science, August 2000, стр. 9.

¹⁰⁰ Ronald I. McKinnon, Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4 (Sep., 1963), стр. 717.

¹⁰¹ Harris Dellas and George S. Tavlas, An Optimum-Currency-Area Odissey, *Bank of Greece Working Papers*, No. 102, September 2009, стр. 19; Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, Maidenhead, 2012, стр. 410 - 417.

Овим индикаторима класика, требало би додати још неколико критеријума, које је каснија разрада класичне теорије оптималне валутне области истакла¹⁰²:

- *сличност стопа инфлације*. Уколико су инфлаторна кретања у интеграционим државама слична, њихови односи размене (реципрочна конкурентска способност) остају постојани, што отклања потребу прилагођавања девизних курсева¹⁰³. Сличност инфлаторних кретања може проистећи из једнаких преференци интеграционих држава према инфлацији, али и из „позајмљивања кредибилитета“ држава које имају аверзију према инфлацији од других држава чланица (као што је, на пример, био случај у Европском монетарном систему, када су државе усклађивале своје монетарне политике са политиком Бундесбанке).

- *политичка интеграција*. Уколико државе чланице монетарне уније формирају и политичку унију, то може бити најважнији фактор у прихватању заједничке валуте¹⁰⁴. Политичка унија претпоставља како централизацију одлучивања области монетарне политике, тако и фискалне политике, али и још више – заједничке преференције, институционалне везе, јединствену економску политику и др.

Када је реч о трошковима, поред напуштања самосталности у управљању девизним курсом, требало би истаћи и неке додатне трошкове монетарне интеграције.

Разлике у организовању тржишта рада представља препреку монетарној интеграцији пошто онемогућавају флексибилност рада, односно спречавају прилагођавања цене рада, наднице, екстерним шоковима. Главна препрека

¹⁰² Francesco Paolo Mongelli, „New“ views on the Optimum CurrencyAreas Theory: What is EMU Telling Us? *European Central Bank Working Paper Series*, 138/April 2002, стр. 10.

¹⁰³ Marcus J. Fleming, On Exchange Rate Unification, *The Economic Journal*, Vol. 81, 1971, стр. 467 – 488.

¹⁰⁴ Francesco Paolo Mongelli, „New“ views on the Optimum CurrencyAreas Theory: What is EMU Telling Us? *European Central Bank Working Paper Series*, 138/April 2002, стр. 10.

флексибилности тржишта рада је начин колективног преговарања¹⁰⁵. У државама у којима постоји централизовано колективно преговарање радника, лакше је у цену рада уградити флексибилност, пошто синдикати у том процесу узимају у обзир инфлаторна очекивања, односно уграђују у цену рада могуће инфлаторне ефекте и стога у преговарању не захтевају више наднице; у супротном, захтеви за вишим надницама могу довести до инфлације, што има за последицу пад реалних надница. У децентрализованим условима преговарања, радници узимају у обзир само локалне услове и захтевају више наднице, што за последицу има раст трошкова производње и немогућност прилагођавања деловању екстерних шокова. Разлике у правним системима, које отежавају функционисање тржишта, такође доприносе неједнакој трансмисији екстерних шокова у интеграционим државама, као и неједнаком одговору на асиметричне шокове¹⁰⁶.

Ако је монетарна интеграција изражена кроз јединствену валуту интеграције, онда за државе чланице трошак може представљати и губитак националне монетарне политике. Монетарна политика не може се користити за кориговање неравнотеже на тржишту рада, односно државе не могу користити trade-off инфлације и незапослености, аналогно класичној формулацији Филипове криве, посебно у сврху отклањања ефеката пословних циклуса. Новија истраживања односа инфлације и незапослености¹⁰⁷, међутим, показала су да је могућност коришћења наведеног међуодноса ограничена постојањем природне стопе незапослености, која представља границу коришћењу монетарне политике. Због тога су трошкови напуштања националне монетарне политике у корист јединствене монетарне политике занемариви.

Могло би се претпоставити да државе, које у процес монетарне интеграције улазе са високом стопом инфлације, имају реалан трошак у облику

¹⁰⁵ Paul de Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 19 – 21.

¹⁰⁶ Paul de Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 21 – 22.

¹⁰⁷ Milton Friedman, The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, v. 58 (1968), стр. 1 - 17. Phelps, Edmond S., Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, v. 76 (1968), стр. 687 - 71 .

губитка тзв. сењоража, односно куповне снаге коју генеришу промене цена, а присваја емисиона установа. У појединим државама Европске уније, које су ушле у процес монетарне интеграције, обим овог дохотка („бесплатног ручка“ за централну емисиону установу) нису били занемариви¹⁰⁸. Међутим, и у овом случају постоји trade-off, између губитка сењоража и користи од остваривања кредибилитета, односно смањивања инфлације (одржања стабилности цена) које монетарна интеграција доноси.

1.3. Ендогена теорија оптималне валутне области

Класична теорија оптималне валутне области поставила је теоријске критеријуме за учешће држава у монетарној интеграцији. Она, међутим, није узела у обзир могућност институционалног утицаја на процес интеграције, односно динамички утицај који на испуњавање критеријума врши сам процес интеграције: државе чланице могу формирати монетарну унију и на тај начин ослободити ендеген процес даље монетарне интеграције. Ако ex ante не испуњавају критеријуме оптималне валутне области, оне их могу испунити ex post. Наравно, може се претпоставити и обрнути процес: да државе које су ex ante испуниле услове оптималне валутне области, ex post изгубе интеграциони капацитет. Може се рећи да монетарна интеграција потенцијално активира противречна тржишна кретања; из теоријског сучељавања деловања дугорочних фактора интеграције може се извући пројекција њеног кретања, али тек конкретна анализа може показати трендове развоја.

Ендегени карактер критеријума оптималне валутне области уочили су Френклин и Роуз (Jeffrey A. Frankel, Andrew K. Rose)¹⁰⁹, анализирајући два критеријума оптималне валутне области: обим међународне трговине (отвореност привреда) и сличност екстерних шокова и пословних циклуса који

¹⁰⁸ European Commission, One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 2000, стр. 120 – 123.

¹⁰⁹ Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose, The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *NBER Working Paper* 5700, 1997.

су њихов резултат. Они су у анализи користили панел података о међусобној трговини и пословним циклусима двадесет развијених земаља, у распону од тридесет година. „Улазак у новчану унију може проширити повезаност кроз међународну трговину (и стога пропуштене користи од неуласка у новчану унију). Много важније је то што се може очекивати да чвршћа повезаност кроз међународну трговину утиче на природу националних пословних циклуса. Земље које уђу у монетарну унију ће извесније осетити драматично различите пословне циклусе него раније. Делимично ће то одразити усвајање заједничке монетарне политике, али ће такође бити и резултат тешње међународне трговине са другим чланицама уније“¹¹⁰. Уколико се међународна трговина заснива на интра-индустријској трговини, а шокови су превасходно на страни тражње, онда ће пословни циклуси бити сличнији у државама које више тргују. Емпиријски подаци у истраживању показали су да „тешње међународне трговинске везе имају као резултат много тешње корелисане пословне циклусе у интеграционим државама“. Припадање монетарној унији може додатно повећати међусобну трговину држава чланица и стога симетрију пословних циклуса.

Анализирани критеријуми оптималне валутне области су, према томе, ендегени. „На пример, за неке државе може се чинити на бази историјских података да су лоши кандидати за улазак у Економску и монетарну унију. Али, улазак у Економску и монетарну унију, по себи, због било ког разлога, може омогућити значајан подстицај за експанзију трговине; ово са своје стране може имати за резултат корелисаније пословне циклусе. То значи да ће држава извесније задовољити критеријуме за улазак у новчану унију екс пост него екс анте“¹¹¹.

У којој мери интеграциони фактори узрокују раст међусобне трговине, није емпиријски једнозначно одређено. Анализа Роуза¹¹² показала је да

¹¹⁰ Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose, The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *NBER Working Paper 5700*, 1997, стр. 2.

¹¹¹ Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose, The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *NBER Working Paper 5700*, 1997, стр. 22.

¹¹² Rose, A.K, One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade, *NBER Working Paper 7432*, December 1999.

интеграција повећава узајамну трговину за између 150 и 340% (тзв. Роузов ефекат); друга истраживања су пронашла мањи коефицијент раста¹¹³, али је „креирање трговине“ у интеграционим процесима свакако присутно.

Шта је даља анализа ендегености критеријума оптималне валутне области открила?

Де Хроув и Монгели (Paul de Grauwe, Francesco Paolo Mongelli) истражили су, поред отворености привреде, и степен ендегености финансијске интеграције кроз механизам осигурања преко финансијског тржишта, симетрије шокова и флексибилности тржишта производа и радне снаге.

У оквиру монетарне интеграције остварује се и финансијска интеграција, односно финансијско тржиште постаје јединствено. На тај начин остварује се ефикаснија мобилизација и алокација капитала, с једне стране, а са друге, повећава се могућност приватног осигурања инвеститора од асиметричних шокова реципрочним улагањем у финансијске инструменте емитоване у другим интеграционим државама¹¹⁴. Осигурање преко финансијског тржишта постаје елеменат ендегености оптималне валутне области. Истраживања су показала да се на финансијском тржишту САД, у условима федералне државе, ефекат ризика асиметричних шокова на бруто производ амортизује у следећој сразмери: 39% шока се ублажава преко тржишта капитала, 23% преко тржишта кредита (банкарског система) и 13% преко федералне државе (буџета), док се 25% шока уопште не ублажава. „Дакле, финансијско тржиште и институције у САД доприносе са 62% (тј. 39% + 23%) апсорпцији идиосинкратских шокова који погађају чланицу федерације. Ефекат је скоро пет пута важнији од федералног буџета“¹¹⁵.

У коликој монетарна интеграција производи симетричност деловања екстерних шокова? Већ смо навели мишљење Френклина и Роуза, да раст

¹¹³ Paul de Grauwe and Francesco Paolo Mongelli, Endogeneities of Optimum Currency Areas – What the Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Papers Series*, No. 468, April 2005, стр. 14 – 15.

¹¹⁴ Kalemli – Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: Assimetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, *CEPR Discussion Paper*, No. 4463.

¹¹⁵ Paul de Grauwe and Francesco Paolo Mongelli, Endogeneities of Optimum Currency Areas – What the Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Papers Series*, No. 468, April 2005, стр. 19.

реципрочне трговине, као резултат монетарне интеграције, води тешњој корелацији доходака интеграционих држава, односно корелацији пословних циклуса. С друге стране, Пол Кругман (Paul Krugman) тврди да раст трговине води специјализацији држава чланица монетарне интеграције и да стога оне постају осетљивије на деловање екстерних шокова. То има за последицу да се државе које су већ чланице оптималне валутне области могу динамички наћи изван ње, без обзира на економски раст¹¹⁶. Емпиријски, ни једно од ова два гледишта није потврђено. „Чини се да постоје извесни докази да је у прошлости повећана интеграција водила већој симетрији у економским шоковима. Да ли ће тако бити и у будућности, остаје неизвесно. Економија обима и ефекти укрупњивања могу утицати на повећање асиметрија. Додатно, тешко је на овом степену нагађати о ефекту финансијске интеграције на специјализацију. Ипак, склони смо да закључимо да парадигма ендегености оптималне валутне области има тенденцију преваге“¹¹⁷.

Најзад, утицај монетарне интеграције на флексибилност тржишта рада је веома тешко емпиријски проверити. Ако се говори о том утицају, он се, пре свега, огледа у реформама тржишта рада и њихове координације на нивоу монетарне уније али, с друге стране, монетарна интеграција није нужно повезана са ограничавањем тенденција за повећањем реалних надница; то значи да се ендегеност оптималне валутне области у области флексибилности рада тешко остварује.

1.4. Критика теорије оптималне валутне области

У једном од текстова о оптималној валутној области наводе се супротстављени ставови о значају ове теорије. С једне стране, мишљење је Пола Кругмана, да се „може тврдити да питање оптималне валутне области треба да буде централна тема међународне монетарне економије“; с друге

¹¹⁶ Paul Krugman, *Lessons of Massachusetts for EMU*, у: F. Torres and F. Giavazzi (eds.) *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, New York, 1993..

¹¹⁷ Paul de Grauwe and Francesco Paolo Mongelli, *Endogeneities of Optimum Currency Areas – What the Countries Sharing a Single Currency Closer Together?* *European Central Bank Working Papers Series*, No. 468, April 2005, стр. 25.

стране, Виљем Буитер (William Buiter) сматра да је „теорија оптималне валутне области једна од ниских тачака монетарне економије после Другог светског рата“¹¹⁸. Еволуција теорије, како услед унутрашњег прецизирања, разраде и допуне новим постулатима, тако и услед развоја монетарне интеграције у западној Европи, прихватала је или одбацивала критичке примедбе; њена вредност се, међутим, садржи и у контексту критика које су јој упућене.

Теорији оптималне валутне области првенствено је замерено на неоперативности; из теоријских аргумената није се могла извући методологија која би водила оцени које државе могу да буду чланице монетарне уније и које монетарне уније (географски повезаних држава или било којих држава). Каснији покушаји да се квантификују критеријуми за чланство у оптималној валутној области¹¹⁹ били су ограниченог домета. Колико ова теорија није могла помоћи у формирању Економске и монетарне уније, сведочи следећи став аутора програма Економске и монетарне интеграције израђеног за Европску комисију, у коме је дата процена трошкова и користи кретања ка Економској и монетарној унији, односно конкретизована решења из Делоровог извештаја и Мастрихтског уговора: „Пристап оптималне валутне области пружа користан увид, али не може бити сматран за свеобухватни оквир у коме се могу анализирати трошкови и користи Економске и монетарне уније. Емпиријска примена овог приступа је ретко и тешко остварива“¹²⁰. Замерке које аутори овог извештаја дају теорији свде се на то да она не даје прецизну и свеобухватну идентификацију трошкова и користи, пошто: (1) неке користи који су повезани са монетарном унификацијом су претпостављене без дубљег истраживања (на пример, теорија се не бави микроекономским користима монетарне интеграције), док су други просто изостављени (на пример, кретање капитала као интеграционог фактора и интеграција финансијског тржишта) и (2) оквир анализе трошкова је ограничен и застарео (на пример, не третира

¹¹⁸ Harris Dellas and George S. Tavlas, An Optimum-Currency-Area Odissey, *Bank of Greece Working Papers*, No. 102, September 2009, стр. 5.

¹¹⁹ Tamim Bayoumi and Barry Eichengreen, Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries, *Center for International and Development Economic Research (CIDER) Working Papers C96-078*, University of California, Berkley, August 1996.

¹²⁰ European Commission, One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 2000, стр. 46.

питање политичког кредибилитета, односно утицаја политичких одлука на развој монетарне интеграције). Стога је и оријентација наведеног Извештаја била у складу са ендегеном теоријом оптималне валутне области: сама интеграција довешће до активирања компоненти оптималне валутне области. Приступ овог извештаја, наводи Монгели, „бави се тајмингом и модалитетима имплементације новчане уније онда када је политичка одлука да се она створи била донета. Стога је европска интеграција била катализатор нових истраживања и јасно је означила велике заслуге, али исто тако и ограничења теорије оптималне валутне области“¹²¹.

Овде треба поменути и одговор једног од аутора теорије, Питера Кенена, на примедбу америчких аутора да је монетарне интеграција у западној Европи политички пројекат, без економског императива. „Рећи, као што су многи Американци то чинили, да је Економска и монетарна унија била политички пројекат без адекватне економске оправданости, било је игнорисати европски консензус у корист тешње економске интеграције. Да ли је време било зрело за монетарну унију је, међутим, дискутабилно. Све то тера ме да признам да је ослањање на теорију оптималних валутних области, којој сам допринео и коју сам користио, сузило перспективу многих америчких економиста о избору који је био пред Европом. Морам приметити, међутим, да тада није било доступан други аналитички оквир за оцену користи и трошкова монетарне уније и да је било много скептицизма и у самој Европи о вероватноћи стварања монетарне уније“¹²².

Теоријска критика почетних поставки теорије оптималне валутне области, које су поставили Мандел, Мекинон и Кенен, истакла је неколико аргумената:

- критеријуми које су наведени аутори поставили водили су ка конфликтним и контрадикторним закључцима;

¹²¹ Francesco Paolo Mongelli, „New“ views on the Optimum Currency Areas Theory: What is EMU Telling Us? *European Central Bank Working Paper Series*, 138/April 2002, стр. 32.

¹²² Peter B. Kenen, There Was No Analytical Alternative to the Theory of Optimum Currency Areas, *Econ Journal Watch*, Journal of the American Institute for Economic Research, Volume 7, No. 1, January 2010, стр. 73 – 75.

- полазне претпоставке анализе биле су натегнуте, што је ограничило могућност примене добијених резултата у стварном свету;
- коришћена моделска структура била је парцијална равнотежа, статична и без експлицитне функције благостања, преко које би импликације по благостање различитих режима девизних курсева могле бити упоређиване¹²³;
- неки параметри теорије се тешко могу једнозначно мерити и узајамно процењивати¹²⁴.

Поред ових, методолошких примедба, критика теорије оптималне валутне области усмерена је и на проблем неуверљивости и проблем неконзистентности ове теорије. Проблем неуверљивости означава недостатак јединственог оквира теорије: различити критеријуми које она истиче воде различитим границама монетарне интеграције; земља може бити отворена у међусобној трговини и као таква кандидат за фиксни девизни курс, а да истовремено има ниску мобилност рада, што је кандидује за усвајање флукутирајућег девизног курса¹²⁵. Проблем неконзистентности односи се на могућност супротног закључивања изведеног из исте теоријске премисе: мала привреда, која је и отворенија, требало би да прихвати фиксни девизни курс или да се монетарно интегрише са већом државом. Али, мале привреде ће вероватно бити мање диверзификоване од већих привреда, што значи да би требало да усвоје флексибилни девизни курс¹²⁶.

Полемика око ендемог својства теорије оптималне валутне области истакла је још два критичка аргумента везана за теорију оптималне валутне области. Први је аргумент недоследности (тзв. Лукасова критика), а други однос монетарне интеграције и специјализације (Кругманова критика).

¹²³ Harris Dellas and George S. Tavlas, An Optimum-Currency-Area Odissey, *Bank of Greece Working Papers*, No. 102, September 2009, стр. 25.

¹²⁴ Francesco Paolo Mongelli, „New“ views on the Optimum CurrencyAreas Theory: What is EMU Telling Us? *European Central Bank Working Paper Series*, 138/April 2002, стр. 11.

¹²⁵ Harris Dellas and George S. Tavlas, An Optimum-Currency-Area Odissey, *Bank of Greece Working Papers*, No. 102, September 2009, стр. 20.

¹²⁶ Harris Dellas and George S. Tavlas, An Optimum-Currency-Area Odissey, *Bank of Greece Working Papers*, No. 102, September 2009, стр. 20. Francesco Paolo Mongelli, „New“ views on the Optimum CurrencyAreas Theory: What is EMU Telling Us? *European Central Bank Working Paper Series*, 138/April 2002, стр. 11.

Аутори, који су формулисали ендегену теорију, засновали су је на недоследности почетне теорије оптималне валутне области, позивајући се на Лукасову критику. Пошто су критеријуми оптималне валутне области ендегеног карактера, „подобност европских држава за Економску и монетарну унију не може бити процењивана на бази историјских података, пошто је структура ових привреда подобна драматичним променама, као резултат Економске и монетарне уније. Као такав, овај рад је просто примена добро познате Лукасове критике“¹²⁷. Лукасова критика је методолошко упутство, које се може применити и на друге теорије са претензијама на емпијску потврду, као и на друге монетарне уније, да пројекције засноване на историјским подацима не могу важити, ако нека промена политичког (институционалног) карактера промени односе посматраних варијабли¹²⁸.

Кругманова критика, као што је већ било анализирано, односи се на последице монетарне интеграције. По његовом мишљењу, монетарна интеграција доводи до повећане специјализације привреда интегрисаних држава и због тога до веће изложености асиметричним шоковима.

1.5. Да ли је Европска унија оптимална валутна област?

Претходна разматрања показала су да се квалификованост појединих држава за монетарну интеграцију не може теоријски постулирати и да је конституисање монетарне уније емпијски процес. Стога је процена да ли је Европска унија оптимална валутна област може дати само анализом остварених резултата интеграције у светлу критеријума које су дале обе гране теорије оптималне валутне области, класична и ендегена теорија.

У раду у коме је засновао теорију оптималне валутне области, Мандел је приметио да се о креирању монетарних интеграција може говорити првенствено

¹²⁷ Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose, The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *NBER Working Paper No. 5700*, 1997, стр. 4.

¹²⁸ Lucas, Robert, Econometric Policy Evaluation: A Critique. In Brunner, K.; Meltzer, A. The Phillips Curve and Labor Markets. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, American Elsevier, New York, 1976, стр. 29.

у државама које имају политичку вољу за интегрисањем. „Концепт оптималне валутне области стога има директну практичну применљивост само у областима у којима је политичка организација у стању флукуације, као што су бивше колонијалне области и у западној Европи“¹²⁹ (нека истраживања су покушала да покажу да теорија није релевантна за транзиционе земље¹³⁰, иако су оне биле у тражењу адекватних монетарних аранжмана после слома социјализма; вероватно је страх од ранијих монетарних империја у тим државама – као што је била рубља у Совјетском Савезу - условио слаб интерес за широм монетарном интеграцијом).

Иронично је, наводи Кругман, „да је Мандел понекад називан `отац евра`, имајући у виду чињеницу да његов сопствени модел строго сугерише да Европа *није* оптимална валутна област“¹³¹.

Истраживања фактора монетарне интеграције показала су да Европска унија није оптимална валутна област. Већ у раној фази дискусије о примењивости теорије на процесе европских интеграција, Бери Ајхенгрин (Barry Eichengreen) показао је да екстерни шокови не погађају симетрично државе чланице Уније, да не постоји висок степен интеграције финансијског тржишта, да фискални систем не делује као апсорбер екстерних шокова и да је мобилност рада незнатна¹³². Иако се у овом раду (као и у неким другим)¹³³ испуњеност критеријума мерила компарацијом са Сједињеним Америчким Државама и Канадом, у којима је федерална организација држава узимана као супститут политички организоване монетарне уније, као и да су оне „оптималне

¹²⁹ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 661.

¹³⁰ Linda S. Goldberg, Is Optimum Currency Area Theory Irrelevant for Economies in Transition?, у: R.J. Sweeney, C. Wihlborg and T.D. Willett, eds., *Exchange Rate Policies for Emerging Market Economies*, Westview Press, 1999, стр. 45 - 60.

¹³¹ Pol Krugman, Kenen, Mundell, and Europe, *The New York Times*, January 14, 2011.

¹³² Barry Eichengreen, Is Europe An Optimum Currency Area? *NBER Working Paper 3579*, January 1991.

¹³³ Xavier Sala-i-Martin Jeffrey Sachs, Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States, *NBER Working Paper No. 3855*, October 1991. Peter B. Kenen, *Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates*, London School of Economics and Political Science, August 2000.

валутне области“ (што је методолошки спорно), мишљења да Европска унија није оптимална валутна област опстала су и након студија које су анализирале поједине економске аспекте европске интеграције ендеогеног карактера¹³⁴. Ипак, не може се оспорити став Пол Де Хроува (Paul De Grauwe): „Услед много тешкоћа везаних за квантификовање трошкова монетарне уније, остаје, међутим, тешко да се добију јасни резултати у овој области /оцене подобности Европске уније/. Ова ситуација генерише широк опсег субјективне процене“¹³⁵.

Посебно се треба осврнути на проблем мобилности рада у Европској унији, који је кључни критеријум код Мандела у оцени испуњености услова за чланство у оптимално валутној области. Подаци о мобилности рада у Европској унији говоре да је она изузетно ниска. Око 11,3 милиона становника Уније живи у другој држави чланици; годишње око 180 хиљада студената у оквиру Еразмус пројекта студира у другој држави чланици и већина остаје да ради у њој¹³⁶. Проширења Уније, у којима се очекивао велики прилив миграната због разлика у националним надницама, био је вештачки заустављан уговорима о чланству на период од 5 до 7 година (са малим изузецима држава, на пример Велике Британије; оваква имигрантска политика Британије је, међутим, довела до великих тешкоћа у функционисању социјалних служби, тако да је то постао главни аргумент за захтев за реформама Европске уније, односно за излазак ове државе из чланства Уније). Обим миграција по том основу у 2003. години: око 1,6 милиона миграната из „нових“ држава чланица живело је у „старим“ државама чланицама, а у 2009. години било их је око 4,8 милиона¹³⁷. Финансијска криза утицала је на обрнут процес миграције – повратка у земљу порекла. Између 2007. и 2010. године, интерна миграција је смањена за више од

¹³⁴ Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija*, Osmo izdanje, DataStatus, Beograd, 2009, стр. 586.

¹³⁵ Paul de Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 78.

¹³⁶ European Commission, *Mario Monti Report: A New Strategy for the Single Market*, 9 May 2010, стр. 38.

¹³⁷ Fic, Tatiana et al., *Labour Mobility within the EU – The Impact of the Enlargement and Transitional Arrangements*, *NIESR Discussion Paper*, No. 379, 2011.

470,000 људи¹³⁸; миграција из „нових“ држава чланица је значајно успорена, а у 2009. години забележен је велики број повратака у земљу порекла¹³⁹.

1.6. Друге теорије монетарне интеграције

Теорија монетарне интеграције која је до сада анализирана синтеза је класичне, неокласичне и кејнзијанске теорије. Алтернативни поглед на регионално економско и монетарно повезивање даје неомарксистичка теорија, заснивајући своје поставке на Марксовој теорији акумулације. Укратко, развој капитализма је обележен његовим ширењем на некапиталистичке облике производње и продубљавање односа капитала унутар језгра развијених држава. И у једном и у другом случају, основ експанзије капитализма јесте мотив стицања профита. Профит омогућава акумулацију капитала, која развија производне могућности до неслућених граница, али има за последицу прекомерну производњу и преобиље капитала. Због тога, капитализам тражи нова тржишта за пласмане робе и капитала.

Неомарксистичка теорија, почетком 20. века, означила је ове тежње капитализма именом империјализам, уносећи у његов појам и формирање територијалних економских и политичких агломерација („подела света“) колонијалних сила и њихових колонија. Ове агломерације су биле трговинске и монетарне интеграције. Трговински аспект интегрисања био је садржан у формирању царинских унија: „Једновремено с активнијим захватањем у светску политику, која је била проузрокована страшћу за колонијама, настала је тежња да се створи што веће економско подручје, ограђено зидом заштитне царине“¹⁴⁰. Монетарна интеграција реализована је било коришћењем јединствене валуте метрополе, било успостављањем валутних одбора, који су омогућавали колонијама да емитују свој новац до износа покрића које им је обезбеђивала

¹³⁸ OECD, International Migration Outlook 2012. [»http://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/international-migration-outlook-2012_migr_outlook-2012-en«](http://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/international-migration-outlook-2012_migr_outlook-2012-en)

¹³⁹ European Commission, *Report from the Commission to the Council on the Functioning of the Transitional Arrangements on Free Movement of Workers from Bulgaria and Romania*, COM(2011) 729 final, Brussels 2011.

¹⁴⁰ Рудолф Хилфердинг, *Финансијски капитал – Студија о најновијем развоју капитализма*, Култура, Београд, 1952, стр. 344.

метропола кроз своју валуту. Тежња за прерасподелом колонија била је један од узрока Првог светског рата.

Успон Сједињених Америчких Држава, као доминантне економске и политичке силе после Првог, а нарочито после Другог светског рата, формирао је нову констелацију односа у међународној политици, што је имало као последицу и рушење колонијалних агломерација, а у међународној трговини и финансијама била је обележена појавом регионалних економских и монетарних интеграција.

Неомарксистичка теорија покушала је да теоријски анализира природу нових облика интеграција. Она их види као последицу тежње за продубљавањем капитал – односа у интеграционим државама, која произилази из интереса крупног капитала, не искључујући ни проширење капитал – односа на периферне, односно мање развијене државе у интеграцији¹⁴¹; ово је утолико значајнији извор профита, уколико се однос центар – периферија репродукује, што је по мишљењу неомарксиста резултат „закона“ неравномерног развитка капитализма („Недостатак хомогености у капиталистичкој привреди је нужан исход развитка закона кретања самог капитализма“)¹⁴².

Неомарксистичка теорија посебно објашњава карактер економске и монетарне интеграције у западној Европи. Она се реализује у наведеној констелацији односа у којој Сједињене Америчке Државе обезбеђују „геополитичко и безбедносно tutorство“ посредством НАТО пакта. Европска унија је продукт тежњи Немачке да у ширем економском простору Европе реши проблеме своје прекомерне акумулације¹⁴³. Немачка се понаша као типична империјална сила; усмерава свој развој, с једне стране, на „корне“ државе чланице интеграције у којима доминира својом индустријском и монетарном снагом а, с друге стране, према „осиромашеној периферији“ Уније, користећи свој капацитет кредитора. „Криза Еврозоне је открила Немачку као империјалну силу, истинског лидера у монетарном, анти-инфлационом,

¹⁴¹ Vassilis K. Fouskas and Constantine Dimoulas, *Greece, Financialization and the EU – The Political Economy of Debt and Destruction*, Palgrave Macmillan, 2013, стр. 28.

¹⁴² Ernst Mandel, *Late Capitalism*, New Left Books, London, 1971, стр. 85.

¹⁴³ Vassilis K. Fouskas and Constantine Dimoulas, *Greece, Financialization and the EU – The Political Economy of Debt and Destruction*, Palgrave Macmillan, 2013, стр. 40.

вишеструком економском пројекту експанзије са интеграцијом“; евро је „ништа друго до империјални новац који је под доминацијом немачке монетарне/материјалне економске базе. Он је надградња која се уздиже изнад немачке робусне индустријске и технолошке основе“¹⁴⁴.

Пошто је Европска унија, као производ тежњи крупног капитала за повећањем могућности стицања профита и решавање питања акумулације капитала, облик неравномерног развитка капитализма, њена судбина је противречна. „С једне стране, кретање капитала доводи до неједнаког/асиметричног развитка, стога је унификација света или посебног региона под над-националном управом немогући подухват; с друге стране, капитал у својој тежњи да надмаши и надјача друге ривалске капитале, има тенденцију да се концентрише/централизује и одатле су његови покушаји да створи регулаторне институције `глобалног/регионалног управљања`“¹⁴⁵ као што је Европска унија. У ком правцу ће се Унија кретати - интеграције или дисолуције - одлучиће интерес капитала.

1.7. Искуства историјских регионалних монетарних интеграција

У последња два века формиран је низ регионалних монетарних интеграција, које су краће или дуже издржале пробу времена¹⁴⁶. Која се искуства за савремене процесе монетарне интеграције могу извући из претходних монетарних интеграција? Неколико примера монетарних интеграција: Царинског савеза немачких држава (Zollverein) (1837 – 1871), Латинске монетарне уније, која је обухватала Француску, Белгију, Италију, Швајцарску и Грчку (1865 – 1927), Скандинавске монетарне уније, у чијем саставу су биле Шведска, Норвешка и Данска (1873 – 1920-те), могу послужити као релевантно искуство.

¹⁴⁴ Vassilis K. Fouskas and Constantine Dimoulas, *Greece, Financialization and the EU – The Political Economy of Debt and Destruction*, Palgrave Macmillan, 2013, стр. 27.

¹⁴⁵ Vassilis K. Fouskas and Constantine Dimoulas, *Greece, Financialization and the EU – The Political Economy of Debt and Destruction*, Palgrave Macmillan, 2013, стр. 31.

¹⁴⁶ Преглед регионалних монетарних интеграција у овом периоду видети код: Peter B. Kenen, Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, стр. 87 – 89.

„Zollverein, Латинска монетарна унија и Скандинавска монетарна унија били су споразуми између земаља или држава у федерацијама у циљу размене металног новца и за успостављање специјалних захтева или стандарда за ковање таквог новца. Мада се они често називају монетарне уније, можда би било боље звати их уније засноване на девизним курсевима (енгл. Exchange-rate Unions) или области зједничке новчане јединице (енгл. Common Currency-standard Areas)¹⁴⁷.

Из наведене дефиниције ових облика регионалних монетарних интеграција, може се сагледати монетарно окружење у коме су оне настале: биметални монетарни стандард, који је условљавао да се размена између сребрног и златног новца обавља по одређеном паритету а, такође, да се размена кованог новца различитих националних емитената обавља према садржини метала које националне новчане јединице садрже. Проблем је настајао што су државе одређивале својим одлукама однос златног и сребрног новца без узимања у обзир тржишних колебања, што је у условима раста или пада цена метала – на пример, пад цена злата услед открића рудника злата у Калифорнији и Аустралији, 1840-тих година, доводило до поремећаја паритета, арбитраже и деловања тзв. Грешамовог (Graham) закона, односно до задржавања у оптицају мање вредног метала. Други проблем био је циркулација металног сребрног новца са мањим садржајем метала од оног означеног као номинална вредност – супсидијерног новца, који су државе емитовале за потребе промета, али и у фискалне сврхе: наиме, такав новац је доносио тзв. сењораж, односно приход државном трезору. То је био производ државног монопола на ковање новца, које је иначе било слободно уз плаћање ове таксе. Сењораж је био разлика између количине сребра коју је захтевала ковница у замену за ковање сребрног новца и стварне садржине сребрног новца (у пракси немачких државица пре уједињења из 1871. године, он је износио од 3 – 6%)¹⁴⁸. Постојање овог прихода стимулисало је државе да искивају веће количне

¹⁴⁷ Peter B. Kenen, Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, стр. 82.

¹⁴⁸ Xavier de Vanssay, *Monetary Unions in Historical and Comparative Perspective*, Third International Conference “Institutions In Transition”, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, Maribor, Slovenia October 8 - 9 1999, стр. 13.

оваквог новца од потреба оптицаја, што је имало за последицу да је он одлазио у друге државе које су, на тај начин финансирале емисиону државу.

Задатак регионалних монетарних интеграција био је, стога, уједначавање ковничких стопа односно садржине метала у новчаним јединицама, обезбеђивање узајамне циркулације кованица, ограничавање емисије супсидијерног новца (обавезом емисионе државе да га откупи у злату)¹⁴⁹ и, на крају организовање преласка на чисти златни стандард. Модерно речено, задатак новчаних унија била је одбрана фиксних девизних курсева.

Стабилност новчаних унија долазила је увек у питање када су државе чланице покушавале да воде самосталну монетарну политику, каква је била политика ковања супсидијерног новца. То је произлизило из карактера унија – оне нису имале централизоване емисионе институције, а у пракси нису поштована правила „немогућег тројства“, односно немогућност вођења самосталне монетарне политике у условима постојања фиксног курса и мобилности капитала. Новчане уније које нису прерасле у политичке уније, као што је то новчана унија по уједињењу Немачке, престале су да постоје када се самостална монетарна политика држава чланица изразила у емисији неконвертибилног папирног новца. До тога је дошло са избијањем Првог светског рата, када је суспендован златни стандард и државе почеле масовно да штампају папирни новац ради финансирања ратних напора¹⁵⁰.

Из наведеног излагања могу се извући основне поуке новчаних унија за савремене монетарне уније: не може бити самосталне монетарне политике у условима постојања фиксних девизних курсева и слободног кретања капитала; потребна је (бар) контролна/координативна улога централне монетарне институције; није дозвољено покриће фискалног дефицита емисијом новца пошто долази до креирања ефекта преливања (енгл. *Spillover*) на друге државе чланице регионалне монетарне интеграције.

¹⁴⁹ Видети, на примеру Латинске монетарне уније: Kee-Hong Bae and Warren Bailey, *The Latin Monetary Union: Some Evidence on Europe's Failed Common Currency*, mimeo, Korea University and Cornell University, 7 July 2003, стр. 5.

¹⁵⁰ Michael D. Bordo and Lars Jonung, *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?*, *NBER Working Paper* 7365, September 1999, стр. 21.

ГЛАВА II. ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИР МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

2. 1. Економска улога институција

Европска унија је сложена уговорна творевина. Суд правде Европске уније, у једној од пресуда која је утицала на развој европске интеграције, констатовао је: „креирајући Заједницу неограниченог трајања, која има своје институције, своју сопствену личност и сопствени правни капацитет, државе чланице ограничиле су своја суверена права, мада у ограниченом броју поља, и тако су створиле правни корпус, који ограничава и њихове држављане и њих саме“¹⁵¹. Као таква, Европска унија се не може се анализирати ако се не разумеју институције које јој дају перманенти карактер и по којима се она препознаје. Настанак и развој институција и њихово прилагођавање промењеним политичким и економским околностима у складу са еволуцијом и саме Уније, функције које врше, легитимитет с којим се суочавају, разматрају се како са становишта политичких, тако и економских теорија. Монетарна интеграција у оквиру Уније методолошки намеће првенствено разматрање економских функција институција, али је неизбежно у извесној мери и позивање на политичке факторе, пошто је политички процес поставио „правила игре“ институцијама, кроз уговорно регулисање односа у Европској унији.

Функционисање Европске уније утицало је на теоријску оптику њеног проучавања¹⁵². Нео-функционалистички и државоцентрични приступи, који су објашњавали разлоге настанка европске интеграције и њен развој, дале су и разлоге за формирање институција, али се нису бавиле детаљнијом анализом њихове улоге у управљању у (енгл. Governance) Унији и ефеката које њихова релативна самосталност може да има по економски и политички развој Уније. Ову празнину

¹⁵¹ Према: Simon Hix, *The political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2007, стр. 122.

¹⁵² Ian Bache and Stephen George, *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 23.

покушава да попуни Нео-институционална теорија или Нова институционална економија.

Нови институционализам је приступ који је заснован у економској теорији, и формулисао га је познати економиста, нобеловац Роналд Коуз (Ronald Coase), наглашавајући важност трансакционих трошкова у економској анализи¹⁵³. Оригиналнo је овај приступ поставио основе односа унутрашње организације корпорације и тржишта, разматрајући када ће економски субјекти користити корпорациони или тржишни механизам координације; одговор на ту дилему даје висина трансакционих трошкова с којима се они сусрећу (трошкови информација и координације су основни трансакциони трошкови). Ова теорија сматра да се институције формирају у сврху смањивања трансакционих трошкова. Неокласична економска теорија је сматрала да „институције нису важне“, било политичке било економске, и да „статичка анализа која је садржана у моделима алокативне ефикасности треба да буде водич политици, односно да `даје првенство ценама` елиминишући контролу размене и цена“¹⁵⁴. Неокласична теорија претпоставља перфектно тржиште, без фрикција, у коме су трансакције бесплатне. Учесници на тржишту, међутим, не поседују перфектне информације и поједини од њих располажу са више информација; информације су асиметричне и због тога економске трансакције нису бесплатне. „Када су трансакције скупе, институције су важне (енгл. Institutions matter). И с обзиром да је велики део нашег националног дохотка усмерен на трансакције, институције, а нарочито својинска права, круцијална су детерминанта ефикасности тржишта“¹⁵⁵. Исто то формулише и Коуз: „Али, трошкови размене зависе од институција државе: њеног правног система, политичког, социјалног и образовног система, њене културе итд. У ствари,

¹⁵³ Ronald Coase, *The New Institutional Economics*, The American Economic Review, Vol. 88, No. 2, Papers and Proceedings, May, 1998, (pp. 72-74), стр. 72.

¹⁵⁴ Douglass C. North, *The New Institutional Economics and Development*, Washington Univesity, St. Louis, стр. 5. <http://www2.econ.iastate.edu/tesfatsi/NewInstE.North.pdf>. Видети излагање под истим насловом, United Nations Economic Commission for Europe, *Discussion Paper Series*, No. 2003.2, October 2003.

¹⁵⁵ Douglass C. North, *The New Institutional Economics and Development*, Washington Univesity, St. Louis, стр. 5

институције су те које управљају перформансама привреде и то даје `новој институционалној економији“ важност за економисте“¹⁵⁶.

Као што се види из претходног цитата, нео-институционализам схвата институције далеко шире од њиховог формалног облика организације; по нобеловцу Дагласу Норту (Douglas North), „институције су од стране људи створена ограничења која структуришу политичку, економску и социјалну интеракцију“¹⁵⁷; у случају Европске уније, то није само деловање седам кључних институција, него и њена целокупна правна тековина (Acquis Communautaire).

Аналитички приступ нове институционалне економије може се лако применити на анализу интеграције у Европској унији, полазећи од напомене још једног нобеловца, Оливера Вилијамсона (Oliver E. Williamson): „Било који проблем који се појави, или се постави као питање уговора, може бити корисно истраживан у терминима економисања трансакционим тошковима“¹⁵⁸. Државе формирају политичке, економске, монетарне уније – па тако и Европску унију и Економску и монетарну унију - ради смањења трансакционих трошкова уређивања међусобних односа.

Пре разматрања доприноса нове институционалне економије у анализи европске интеграције, требало би дати основну карактеристику Европске уније као предмета анализе. На овом месту навешће се мишљење познатих теоретичара међународних односа, Кеохана и Наја (R. O. Keohane, J. S. Nye), које преноси Хофман: Европска унија је „међународни режим, као скуп норми понашања и правила и политика које покривају широки низ питања, која се односе и на процедуре и на суштину и које олакшавају споразумевање између чланова. Према становишту учесника, овакав режим пружа и ограничења и могућности – лимитира могућност државе да делује једнострано (на пример, овде у пољопривреди или спољној трговини), и намеће финансијски терет (упореди Велику Британију и Немачку), али она увлачи и друге да деле нечије терете (упореди регионалну

¹⁵⁶ Ronald Coase, *The New Institutional Economics*, The American Economic Review, Vol. 88, No. 2, Papers and Proceedings, May, 1998, (pp. 72-74), стр. 73.

¹⁵⁷ Douglas C. North, Institutions, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 5, Number 1, Winter 1991, (pp. 97 – 112), стр. 97.

¹⁵⁸ Oliver E. Williamson, The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead, *Journal of Economic Literature*, Vol. 33, September 2000 (pp. 595 – 613), стр. 608.

политику), или да намеће ограничења у нечију корист (упореди Заједничку пољопривредну политику), тј. обезбеђује учесницима спољну подршку (стога је од кључне важности стварање коалиција, питање по питање, година по годину)¹⁵⁹.

Анализе економских и политичких процеса у Европској унији присутне су у сва три правца нео-институционализма: теорије рационалног избора, историјског и социолошког нео-институционализма. Као што ова теорија настоји да се интегрише у неокласичну економску теорију и да је обогати новим концептом трансакционих трошкова, тако се и ова три правца могу синтетизовати у један приступ, чије су основне категорије следеће:

- институције су важне, пошто у процесу интеграције изражавају и контролишу преференце уговорних страна;
- трансакциони трошкови су у основи формирања институција;
- „агенцијски проблем“ присутан је у активностима институција, пошто оне стичу релативну самосталност;
- институције чине процес интеграције „зависним од пређеног пута“, односно од оствареног нивоа односа и у неким случајевима, „затварају“ интеграцију.

У процесу интеграције, која је заснована на „погађању“ држава чланица у циљу остваривања својих интереса, државе формирају над-националне институције и преносе на њих овлашћења, у циљу смањивања трансакционих трошкова интеграције, очувања кредибилности преузетих обавеза и коришћења експертског знања које институције поседују. „Без обзира на разлике у наглашавању, емпиријски радови истраживача /нео-институционалиста/ су колективно показали да владе чланица Европске уније заиста делегирају овлашћења Комисији, Европској централној банци и Суду правде углавном због смањења трансакционих трошкова политичког одлучивања, посебно кроз мониторинг поштовања обавеза држава чланица, попуњавања оквирних уговора („некомплетних уговора“) и брзог и ефикасног усвајања имплементационе регулативе, која би иначе морала бити усвајана у временски дугом законодавном процесу од стране самих држава

¹⁵⁹ Keohane, R. O. and Nye, J. S., *Power and Independence*, Little Brown, 1977, наведено код: Hoffman, Stanley. 1982. Reflections on the Nation-State in Western Europe Today, *Journal of Common Market Studies*, 21 (1), 1982, 21 - 38, стр. 33.

чланица....Насупрот овим позитивним резултатима, међутим, истраживачи су нашли мало или нимало подршке хипотези да државе чланице делегирају овлашћења Комисији, како би се користиле њеним супериорним експертским знањем...Слично томе, исте студије генерално сматрају да модели трансакционих трошкова нису одговарајући за предвиђање облика делегације Европском парламенту; чини се да су њему делегирана овлашћења првенствено као одговор на бригу о демократском легитимитету, пре него ради смањења трансакционих трошкова доношења политичких одлука¹⁶⁰.

Институције су отпорне на промене, према нео-институционалној теорији, зато што и њихово укидање доноси велике трансакционе трошкове или зато што се у уговорима који их креирају намећу високи захтеви за промену њиховог положаја (типичан случај је Европска централна банка). Зато институционални дизајн, једанпут усвојен, тежи да се одржи и институције су „закључане“, ограничавајући потоњу акцију држава чланица. То омогућава институцијама да буду самосталне; „институције непроменљиво надживљују констелацију интереса који су их креирали“¹⁶¹. С друге стране, око институција се временом креира низ обавеза и адаптивних очекивања, које чине институције резистентним на промене; оне постају „зависне од пређеног пута“ (енгл. Path Dependence). Нео-институционална анализа открива неколико узрока резистентности институција:

- ограничени временски хоризонт доносилаца одлуке о интеграцији;
- неочекиване последице;
- промена преференци оснивача;
- високи трошкови „изласка“.

Прво, одлуке о интеграцијама доноси влада државе чланице, која може бити више заинтересована за краткорочне изборне ефекте, него за дугорочне ефекте трансфера суверености на наднационални ниво. Друго, одлуке о интеграцији

¹⁶⁰ Mark A. Pollack, *The New Institutionalisms and European Integration*, conWEB – webpapers on Constitutionalism and Governance beyond the State, No. 1, 2008, стр. 7.
www.bath.ac.uk/esml/conWEB.

¹⁶¹ Geoffrey Garrett and Peter Lange, *Internationalization, Institutions and Political Change*, unpublished manuscript, 1994, цитирано код: Paul Pierson, *The Path to European Integration: A Historical Institutional Perspective*, , *Harvard University and Russell Sage Foundation Program for the Study of Germany and Europe Working Paper No. 5.2*, October 25, 1994, стр. 4.

доносе се у условима у којима није могуће предвидети све консеквенце интеграције. У случају Европске уније то је веома изражено због присуства велике „густоће проблема“: „опсег одлука које се доносе на европском нивоу односи се скоро на целу гаму проблема које се традиционално решавају у државама чланицама, од утврђивања цена пољопривредних производа, преко регулације емисије издувних гасова аутомобила и садржине горива, до преговарања о међународним трговинским уговорима. Прост обим доношења одлука ограничава могућност држава чланица да чврсто контролишу развитак политике“ /институција/¹⁶². Треће, политичке преференце држава чланица временом се мењају, али институције остају. Зато се промењена политика суочава са ограничењима која не може да промени; она је „имобилисана баластом прошлих иницијатива. У Европској унији, то је значај онога што се зове *Acquis Communautaire*“¹⁶³. Нове владе могу тражити промену уговорних одредаба, али оне не могу да одбаце преузете обавезе претходних влада, „укључив и оне са сасвим различитим политичким преференцама“. Четврто, када су једном кренуле на пут интеграције, државама је тешко вратити се натраг; трошкови повратка су високи (оне су „зависне од пређеног пута“). Наравно, ово се не односи на ситуације у којима су преузети трошкови интеграције ниски, каква је била одлука Исланда да аплицира за чланство у Европској унији (јула 2009), а коју је та земља повукла (маја 2013)¹⁶⁴.

Нео-институционална анализа показује адаптибилност институција на промењене околности и поред чињенице да оне не одговарају првобитном склопу интереса оснивача. И обрнуто, адаптивност институција врши повратно дејство на интересе оснивача, који могу иницирати промене институционалног дизајна

¹⁶² Paul Pierson, *The Path to European Integration: A Historical Institutionalist Perspective*, *Harvard University and Russell Sage Foundation Program for the Study of Germany and Europe Working Paper No. 5.2*, October 25, 1994, стр. 13.

¹⁶³ Paul Pierson, *The Path to European Integration: A Historical Institutionalist Perspective*, *Harvard University and Russell Sage Foundation Program for the Study of Germany and Europe Working Paper No. 5.2*, October 25, 1994, стр. 5.

¹⁶⁴ http://ec.europa.eu/enlargement/countries/detailed-country-information/iceland/index_en.htm

интеграције. Само систем који дозвољава „механизам само-корекције и прилагођавања подиже своје перспективе опстанка“¹⁶⁵.

2.1.1. Институције Европске уније

Оснивачки уговори Европске уније – Уговор о Европској унији (члан 13) и Уговор о функционисању Европске уније (део 6., наслов 1, одељак 1), утврђују да су институције Уније: Европски Парламент, Европски савет, Савет, Комисија, Суд правде Европске уније, Европска централна банка и Ревизорски суд. Поред ових институција, низ агенција, комитета, служби и управа чине мрежу институција која организује, имплементира и контролише активности Уније. „Европска унија је без сумње најгушће институционализована међународна организација на свету, са низом међувладиних и наднационалних институција и брзо растућим скупом примарног и секундарног законодавства, тзв. *acquis communautaire*“¹⁶⁶.

Државе чланице Европске уније су поставиле оквире интеграције оснивачким уговорима, утврђујући надлежности Уније и односе између институција и држава чланица. Оснивачким уговорима утврђено је да Унија има искључиве и подељене надлежности у утврђеним областима; она такође има координативну функцију у неким од области које спадају у надлежност држава чланица; остале области, које нису поменуте у оснивачким уговорима, спадају у искључиву надлежност држава чланица¹⁶⁷. „Када оснивачки уговори преносе на Унију искључиву надлежност у одређеној области, само Унија може доносити законе и усвајати правно обавезујуће акте, а државе чланице могу да то саме чине само ако их је Унија овластила или у циљу имплементације аката Уније“¹⁶⁸. У искључиву надлежност Уније спада „монетарна политика држава чланица чија валута је евро“ (члан 3. Уговора о функционисању Европске уније). Државе

¹⁶⁵ Michael D. Bordo Lars Jonung, The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?, *NBER Working Paper 7365*, September 1999, стр. 29.

¹⁶⁶ Mark A. Pollack, *The New Institutionalisms and European Integration*, conWEB – webpapers on Constitutionalism and Governance beyond the State, No. 1, 2008, стр. 1.

¹⁶⁷ Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26. 10. 2012, чланови 2 – 6.

¹⁶⁸ Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26. 10. 2012, члан 2, тачка 1.

чланице координирају своје економске политике у оквиру Уније (члан 5. Уговора). Фискална политика остала је у надлежности држава чланица.

Монетарна интеграција спада у искључиву надлежност Европске уније и њена реализација подразумева следеће активности институција¹⁶⁹:

- „усвајање економске политике која је заснована на тесној координацији економских политика држава чланица на унутрашњем тржишту и на дефиницији заједничких циљева, и спроводи се у складу са принципом отворене тржишне привреде са слободном конкуренцијом“;
- „заједно са претходним, и као што је предвиђено оснивачким уговорима и у складу са процедурама садржаним у њима, ове активности ће укључити и јединствен новац, евро, и дефинисање и вођење јединствене монетарне политике и политике девизног курса, чији ће примарни циљ бити одржање стабилности цена и, без штете по тај циљ, подршка економској политици Уније, у складу са принципом отворене тржишне привреде са слободном конкуренцијом“;
- „ове активности држава чланица и Уније ће узети у обзир следеће руководне принципе: стабилне цене, здраве јавне финансије и одржив платни биланс“.

Усмереност теме истраживања у овој докторској дисертацији претпоставља изоловање предмета анализе на оне институције које постављају нормативне оквире монетарне интеграције. У овом делу ће се навести основна обележја њиховог положаја, организације и надлежности, а интеракције и начин њиховог деловања у функцији монетарне интеграције Европске уније биће размотрени у одговарајућим деловима ове дисертације. Доминантну улогу у развоју монетарне интеграције, када је реч о централним институцијама Уније, играју Европски савет, Европски парламент, Савет и Комисија; улози Европске централне банке биће посвећен већи део ове главе дисертације. Уговор о функционисању Европске уније (чланови 134 – 135) уводи као посебног актера у области монетарне интеграције и Економски и финансијски комитет у саветодавној функцији.

¹⁶⁹ Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26. 10. 2012, члан 119.

Институционалне надлежности Европске уније могу се посматрати кроз призму поделе власти. Извршну власт представљају Европски Савет, Савет и Комисија. Законодавну власт деле Европски парламент, Савет и Комисија (у делу законодавне иницијативе). Судску власт врши Суд правде Европске уније.

Европска унија нема владу као орган извршне власти. Извршна власт конституисана је на три нивоа. Први ниво представља Европски савет, кога чине шефови држава и влада земаља чланица, председник Европског савета и председник Комисије (од 1974. до 1992. године постојао је у неформалном облику као Самит шефова држава и влада; и данас, када ради неформално, он користи тај стари назив). По одредби Уговора о Европској унији (члан 15), „Европски савет ће обезбедити Унији неопходан подстицај за њен развој и дефинисаће општи политички правац и приоритете за то. Он неће вршити законодавне функције“. Због таквог лидерског положаја у институционалном дизајну извршне власти, неки аутори су га назвали „привремена европска влада“¹⁷⁰, иако не поседује све атрибуте владе. Европски савет одлучује консензусом о свим важним питањима из надлежности Европске уније, саопштавајући „закључке“ који представљају основ за акцију других институција.

Треба напоменути да је у оквиру Европског савета формиран Евросамит (у каснијим разматрањима биће више речи о његовој институционализацији), као тело који окупља шефове држава и влада држава које су прихватиле евро (Евروزоне), председника Евросамита (који је и председник Европског савета) и председника Комисије. Евросамит даје „стратешке смернице економске политике Евروزоне“ и „политичке смернице којима осигурава нормално функционсање Економске и монетарне уније. То помаже координацији свих релевантних области политика између држава чланица Евروزоне“¹⁷¹. Разматрања Евросамита не искључују да и Европски савет као целина не разматра питања Економске и монетарне уније (на

¹⁷⁰ Видети код: Simon Hix, *The political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2007, стр. 35.

¹⁷¹ <http://www.consilium.europa.eu/en/european-council/euro-summit/>.

пример, закључак са седнице 17. и 18. децембра 2015. године садржи део о Економској и монетарној унији)¹⁷².

Савет је „основни доносилац одлука“ (енгл. Decision-maker) у Европској унији. По члану 16. Уговора о Европској унији, он „врши функције политичког одлучивања и координације које су предвиђене оснивачким уговорима“. Чине га представници свих држава чланица на министарском нивоу, који „могу обавезати владу државе чланице у питању и гласати у њено име“. У пракси, Савет преузима обличје секторског груписања по појединим областима одлучивања, односно „конфигурације Савета“, којих има десет. Једна од тих „конфигурација“ је и Савет за економска и финансијска питања (ЕКОФИН), који одлучује о питањима координације економске и пореске политике, као и о регулисању финансијских услуга¹⁷³.

У оквиру Савета функционише Еврогрупа, као неформално тело министара држава чланица које су прихватиле евро (Евروزоне), које разматра питања везана „за њихову заједничку одговорност која се односи на евро“. Главни задатак Еврогрупе је да „осигура тесну координацију економских политика држава чланица Евروزоне“¹⁷⁴, која укључује и улогу у решавању питања прекомерног буџетског дефицита држава чланица Еврозоне. Функција Савета као Еврогрупе јесте вођење девизне политике и политике девизног курса. Оснивачки уговори на следећи начин дефинишу одговорност Савета за утврђивање курса евра: „Савет може, на препоруку Европске централне банке или на препоруку Комисије а након консултације са Европском централном банком, у настојању да постигне консензус сагласан са циљем стабилности цена, прихватити, прилагодити или напустити централни курс евра у оквиру система девизног курса. Председник Савета ће информисати Европски парламент о усвајању, прилагођавању или напуштању централног курса евра“ (члан 119, тачка 1 Уговора о функционисању Европске уније).

¹⁷² European Council Meeting (17 and 18 December 2015) – Conclusions, <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-28-2015-INIT/en/pdf>.

¹⁷³ <http://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/configurations/ecofin/>.

¹⁷⁴ <http://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/eurogroup/>.

Државе чланице представљене су у Савету неједнаким бројем гласова, који се утврђује на бази демографског принципа. Једногласност се тражи приликом одлучивања о најважнијим питањима, као што су промена оснивачких уговора, пријем нових држава чланица или вишегодишње финансијске перспективе¹⁷⁵. Најчешће (око 80%), одлуке се доносе квалификованом већином. Од 1. новембра 2014. године, квалификована већина реализује се кроз „правило дупле већине“: када се гласа о предлозима Комисије или Високог представника, одлука је донета квалификованом већином ако је у прилог одлуке гласало 55% држава чланица (у пракси то значи 16 од 28 држава), које представљају најмање 65% укупног становништва Европске уније. „Блокирајућа мањина“ мора укључити најмање четири члана Савета, који представљају више од 35% укупног становништва Уније. Уколико сви чланови Савета не учествују у гласању (на пример, када Свет гласа као Еврогрупа), одлука је донета квалификованом већином од 55% држава чланица, које представљају најмање 65% становништва држава чланица које учествују у гласању¹⁷⁶.

Трећи ниво извршне власти представља Комисија. Њен положај се може описати појмовима делегације и имплементације: она је експертско тело, које покреће законодавне иницијативе, односно предлаже доношење „законских“ аката (то је искључиво право Комисије), управља политикама Уније и имплементира их и обезбеђује надзор и примену прописа, заједно са Судом правде (члан 17. Уговора о Европској унији). Комисија се бира и ради поштујући интересе Уније као целине и стога се сматра за основну покретачку снагу интеграције у досадашњем развоју интеграционих процеса¹⁷⁷. Посебно је улога Комисије била важна код припреме Јединственог европског акта (1986) и Мастрихтског уговора, којим је основана Економска и монетарне унија (1992). Комисија игра првенствену улогу у развоју унутрашњег тржишта и обезбеђивању правила конкуренције на њему, али је она активно укључена и у развој Економске и монетарне уније, обезбеђујући аналитичку подлогу за предложене реформе, иницирањем прописа и, у извесним

¹⁷⁵ Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012, стр. 65.

¹⁷⁶ <http://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/voting-system/qualified-majority/>.

¹⁷⁷ Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012, стр. 66.

случајевима, доношењем имплементационе регулативе. Комисију чине председник и комесари из сваке државе чланице и она одлучује већином гласова.

Законодавну активност деле Европски парламент и Савет, по моделу дводомне репрезентације, у којој Европски парламент представља „грађане“ а Савет државе¹⁷⁸. Европски парламент је током еволуције интеграције потискивао значај Савета и, кроз промене оснивачких уговора, стицао потпуније атрибуте законодавца, као тела које грађани бирају на изборима. У Парламену се не гласа по принципу квалификоване већине.

Европски парламент доноси законодавне акте (од којих су основни уредбе, директиве и одлуке – члан 288. Уговора о функционисању Европске уније) и врши парламентарну контролу институција са делегираним овлашћењима – Комисије и Европске централне банке. Највећи број законских аката у Европској унији доноси се у процедури саодлучивања Европског парламента и Савета, која се назива „обична законодавна процедура“ (члан 294. Уговора о функционисању Европске уније). Ова процедура примењује се у областима искључиве и подељене надлежности Европске уније – обухвата око 85 области¹⁷⁹ - а предлог законског текста припрема Комисија. Поред обичне процедуре, постоје и две „специјалне законодавне процедуре“ (члан 289/2. Уговора о функционисању Европске уније), такође на бази предлога Комисије: сагласна процедура, у којој Савет доноси акте пошто добије сагласност Парламента, који може одбацити предлог апсолутном већином гласова али не може мењати текст предлога, и консултативна процедура, у којој Савет доноси акте пошто прибави мишљење Парламента, које није дужан да поштује. Ова друга процедура примењује се често у области унутрашњег тржишта и правила конкуренције¹⁸⁰.

Суд правде Европске уније обавља судску функцију, „обезбеђујући да се поштује закон у интерпретацији и примени оснивачких уговора“ (члан 19. Уговора о Европској унији). Он има следеће надлежности:

¹⁷⁸ Simon Hix, *The political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2007, стр. 72.

¹⁷⁹ <http://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/decision-making/ordinary-legislative-procedure/>.

¹⁸⁰ <http://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/decision-making/special-legislative-procedures/>.

- пресуђује по тужбама државе чланице, институције или физичког и правног лица,
- доноси прелиминарне пресуде по захтеву судова или судских већа у државама чланицама,
- пресуђује у другим случајевима предвиђеним оснивачким уговорима (члан 19, тачка 3. Уговора о Европској унији).

Суд правде оцењује легалност законодавних аката које је Европска централна банка овлашћена да доноси. Али, он је надлежан и за разматрање тужби које Банка подноси „за заштити својих прерогатива“ (члан 263. Уговора о функционисању Еропске уније).

У досадашњој пракси, Суд је имао значајну улогу у развоју монетарне интеграције, доносећи пресуде које су се односиле на непоштовање одредаба оснивачких уговора институција Уније (на пример, у случају везаном за непоштовање Пакта стабилности и раста). Оно што је важно, то је такође активност Суда и на тзв. конституционализацији Европске уније, односно у доношењу правила која су стимулисала процес интеграције¹⁸¹.

2. 2. Развој идеје монетарне интеграције

Монетарна интеграција започела је монетарном сарадњом земаља западне Европе после Другог светског рата, формирањем Европске платне уније, 1948. године. Платна унија је требало да координира финансијске аспекте сарадње држава корисница америчког „Маршаловог плана“ о послератној обнови Европе. Када су ове земље у децембру 1958. године оствариле пуну конвертибилност валута у складу са правилима Међународног монетарног фонда, који је обезбеђивао монетарну стабилност на глобалном нивоу, Европска платна унија замењена је Европским монетарним споразумом. Овај споразум предвиђао је да се у циљу одржавања монетарне стабилности у регионалим оквирима обезбеди флуктуација

¹⁸¹ Видети шире код: Simon Hix, *The political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2007, стр. 121 – 128.

валута држава чланица у односу на амерички долар од +/-0,75%, у поређењу са општим правилом Међународног монетарног фонда, која су предвиђала да се флукуације курсева валута држава чланица према долару одржавају у распону од +/-1%.

Овакав монетарни аранжман држава чланица одражавао је сарадњу у оквиру Европске економске заједнице, коју су оне формирале Римским уговором, закљученим 25. марта 1957. године. Овај уговор предвиђао је да државе чланице међусобно прогресивно укину ограничења слободном кретању капитала и формирање Монетарног комитета, који би унапредио координацију политика држава чланица у монетарној области. У првој етапи економске интеграције, која је имала облик царинске уније, формулисан је и први перспективни план монетарне интеграције као завршне фазе интеграционих процеса. План Роберта Маржолена (Robert Marjolin), комесара за економска питања, настао је као одговор на дилеме о будућем правцу развоја економске интеграције после завршетка формирања царинске уније, као и конституисања заједничке пољопривредне политике Европске заједнице. План је објављен 24. октобра 1962. године¹⁸². У извештају је предложено да се, као надградња над процесом економске интеграције, у периоду од десет година уведе монетарна унија, која би се заснивала на систему фиксних девизних курсева држава чланица Заједнице.

„Фиксност девизних курсева је и сама дефиниција монетарне уније јер, ако се она солидно гарантује одговарајућим институцијама и праксом, биће свеједно грађанину било које државе чланице Заједнице да држи своју имовину у било којој валути Заједнице. Извесно је да прогресивна унификација конјунктурних политика и економских политика на дужи рок доприноси у великој мери креирању таквог стања ствари, али оне ће бити недовољне ако им се не придода специфична акција у монетарној области“¹⁸³.

¹⁸² Commission, *Mémoire sur le programme d'action de la Communauté pendant la deuxième étape*, Bruxelles, 24 octobre 1962, стр. 75 - 80, CVCE, 2013.

¹⁸³ Commission, *Mémoire sur le programme d'action de la Communauté pendant la deuxième étape*, Bruxelles, 24 octobre 1962, стр. 75-80, тачка 128. CVCE, 2013. http://www.cvce.eu/obj/memorandum_de_la_commission_chapitre_viii_politique_monetaire_24_octobre_1962-fr-27a6422f-754a-4401-975c-885212128d02.html.

Поред система фиксних курсева, у Извештају се наводе, као обележја монетарне интеграције и: либерализација кретања капитала и хармонизација буџетских политика. Као институционална решења, предложено је формирање Савета гувернера емисионих установа Заједнице, као „централног органа банкарског система федералног типа“, који би координира монетарну политику и примену инструмената монетарне политике и давање овлашћења Савету у конфигурацији министара финансија (ЕКОФИН) да одлучује о „условима који треба да буду формулисани у погодном периоду о општем обиму националних буџета и буџета Заједнице, као и о општим условима за финансирање ових буџета“ (тачка 138).

Самит лидера држава чланица је у децембру 1969. године обновио идеју о формирању економске и монетарне уније, чији је практични израз био Вернеров план, објављен децембра 1971. године. Вернеровом извештају претходио је план Рејмона Бара (Raymond Barre), потпредседника Комисије, о тешкој координацији економских политика и монетарној сарадњи држава чланица Заједнице у условима кризе Бретонвудског система девизних курсева, настале услед инфлаторне политике Сједињених Америчких Држава. Пошто Заједница „није зрела“ за централизацију економске политике, а негативни шокови у условима интеграције преносе се на све државе чланице, Бар предлаже решење у облику координације краткорочне (буџетска политика) и дугорочне економске политике држава чланица (политика цена, запослености, платног биланса)¹⁸⁴. Државе чланице треба да установе „машинерију за монетарну сарадњу“, која би укључивала мобилизацију краткорочних и средњерочних средстава за узајмну помоћ у случају платно-билансних тешкоћа.

Хашки самит Европског савета, одржан 1 – 2. децембра 1969. године, у условима кризе у односу девизних курсева француског франка и немачке марке, сматра се за један од преломних догађаја у историји економске и монетарне

¹⁸⁴ Commission européenne, Mémorandum sur la coordination des politiques économiques et sur la coopération monétaire au sein de la Communauté, 12 février 1969. *Bulletin de la Communauté économique européenne*. Mars 1969, n° Supplément 3/69.

интеграције Европске уније¹⁸⁵. На њему је постављен захтев за трансформацијом заједничког тржишта у економску унију, а да се у току 1970. године сачини и план за стварање економске и монетарне уније.

Комисија је у марту 1970. године дала своје виђење економске и монетарне Уније („план Бар 2“), у коме се предвиђа етапно увођење економске и монетарне уније до 1978. године кроз процес конвергенције економске, буџетске и монетарне политике, хармонизације фискалне политике и постепеног смањивање маргина флуктуација девизних курсева држава чланица. „Акценат треба ставити на прогресивну изградњу организованог монетарног ансамбла, који се карактерише односима фиксног паритета унутар Заједнице“, а циљ је да се „паритети валута држава чланица неповратно фиксирају што је брже могуће“¹⁸⁶. Поред фиксирања девизних курсева, овај план је предвиђао и јачање овлашћења институција Заједнице за осигурање функционисања економске и монетарне уније, формирање савета гувернера централних банака у циљу покретања рада заједничког система централних банака, формирање резервног фонда за интервенције у случају платно-билансних тешкоћа, либерализацију кретања капитала и укидање фискалних граница. Ово су били и предуслови за „креирање европске новчане јединице“.

Савет је, на бази наведеног извештаја Комисије, детаљну разраду плана за формирање економске и монетарне уније поверио комисији коју је водио премијер Луксембурга, Пјер Вернер (Pierre Werner). Комисија је 8. октобра 1970. године поднела Извештај о етапној реализацији економске и монетарне уније у Заједници¹⁸⁷. Извештај предвиђа, „ако постоји чврста политичка воља“, „свечано изражена на самиту у Хагу“, реализацију економске и монетарне уније „у току ове декаде“, односно до 1980. године.

Како се у Вернеровом извештају дефинише монетарна унија?

„Монетарна унија подразумева унутар својих граница потпуну и неповратну конвертибилност валута, елиминацију маргина флуктуација девизних курсева,

¹⁸⁵ Ivo Maes, On the Origins of the Franco – German EMU Controversies, *National Bank of Belgium Working Papers – Research Series No. 34*, July 2002, стр. 12 – 13.

¹⁸⁶ Mémorandum de la Commission au Conseil sur la préparation d'un plan par étapes pour l'établissement d'une union économique et monétaire, Bruxelles, 4 mars 1970, COM(70) 300, *Bull. CE, Suppl. 3-1970*, стр. 4.

¹⁸⁷ (Werner Report) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community*, Luxembourg, 8 October 1970.

неповратно фиксирање стопа валутних паритета /девизних курсева/ и комплетно ослобађање кретања капитала¹⁸⁸. Дефиниција не укључује увођење јединствене валуте, али се уз наведену дефиницију додаје да монетарна унија може бити праћена или задржавањем националних монетарних симбола или увођењем јединствене валуте. „Са техничког становишта, избор између ове две солуције може се чинити неважним, али услови психолошке или политичке природе говоре у прилог прихватања јединственог новца који треба да потврди неповратност подухвата“¹⁸⁹.

Монетарна унија не може бити одвојена од економске уније и оне треба да буду упоредо реализоване. Овај став представља компромис француског и немачког погледа на карактер процеса монетарне интеграције: француски представници у Вернеровом комитету сматрали су да приоритет треба да има снижавање маргина флукуација девизних курсева, односно да првенство треба дати монетарној унији; немачки представници стављали су нагласак на координацији економских политика, односно давали су предност економској унији. Компромисно решење био је предлог да се интеграција третира као једна целина¹⁹⁰, односно посматра као економска и монетарна унија.

Обележја економске и монетарне уније изнета у Извештају су следећа:

- потпуна и неповратна конвертибилност националних валута у оквиру Заједнице, без флукуација девизних курсева и непроменљиво фиксирање девизних курсева или још боље, да националне валуте буду замењене јединственом валутом Заједнице;
- централизација креирања ликвидности и монетарне и кредитне политике;
- надлежност Заједнице над монетарном политиком са спољним светом;
- унификација политике држава чланица на тржишту капитала;
- одлучивање на нивоу Заједнице о основним питањима јавних буџета држава чланица, посебно промене њиховог обима, величине биланса и метода финансирања и коришћења буџета;

¹⁸⁸ (Werner Report) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community*, Luxembourg, 8 October 1970, стр. 10.

¹⁸⁹ (Werner Report) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community*, Luxembourg, 8 October 1970, стр. 10.

¹⁹⁰ Ivo Maes, *On the Origins of the Franco – German EMU Controversies*, *National Bank of Belgium Working Papers – Research Series No. 34*, July 2002, стр. 15.

- регионална и структурна политика не могу бити искључива надлежност држава чланица;
- на нивоу Заједнице треба да буде осигурана систематска и стална консултација између социјалних партнера¹⁹¹.

Извештај наглашава да ће у економској и монетарној унији „равнотежа између привреда држава чланица бити осигурана слободном циркулацијом фактора производње и финансијских трансфера у јавном и приватном сектору“¹⁹², чиме би се поставила основа за чвршћу интеграцију, али ова поставка није даље разрађена.

Институционална структура Заједнице треба да буде обogaћена са две нове институције економске и монетарне уније: центар за одлучивање о економској политици и Систем централних банака Заједнице. „Формирање система централних банака Заједнице могло би да буде засновано на организмима типа Система федералних резерви Сједињених Држава. Институције Заједнице биле би овлашћене да доносе одлуке, према захтевима економске ситуације, у области интерне економске политике када је реч о ликвидности, каматним стопама и одобравању кредита јавном и приватном сектору. На пољу спољне монетарне политике, он ће бити овлашћен да интервенише на девизном тржишту у да управља девизним резервама Заједнице“¹⁹³.

Слом Бретонвудског система фиксних девизних курсева, од 1971. до 1973. године, који је довео до глобалне монетарне нестабилности, узроковао је одлагање идеје о монетарној унији у западној Европи. Државе чланице Европске економске заједнице покушале су да остваре регионалну монетарну стабилност у условима флукутирајућих девизних курсева, који су имали за последицу сталну неизвесност у ценовним односима, као и могућност тзв. „конкурентских девалвација“, које су мењале релативне односе конкурентности појединих држава чланица на штету других. То је учињено формирањем регионалног аранжмана девизних курсева, познатог као „змија у тунелу“: дозвољена је флукутација девизних курсева валута

¹⁹¹ (Werner Report) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community*, Luxembourg, 8 October 1970, стр. 12.

¹⁹² (Werner Report) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community*, Luxembourg, 8 October 1970, стр. 25.

¹⁹³ (Werner Report) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community*, Luxembourg, 8 October 1970, стр. 13.

ових држава према америчком долару од $\pm 2,25\%$ (укупно $4,5\%$, што је представљало „тунел“, односно коридор флукуације). Да би се избегло да валуте држава чланица аранжмана међусобно флукуирају до 9% (што „тунел“ омогућава), флукуације међусобних девизних курсева фиксиране су на $\pm 2,25\%$ (ове флукуације су имале облик „змије“). Државе чланице су неједнако учествовале у овом аранжману, с обзиром на степен унутрашње инфлације и могућности одбране флукуација девизних курсева средствима својих девизних резерви; криза система била је перманентна.

Корак у правцу отклањања кризе, али и очувања идеје о монетарној унији, учињен је формирањем Европског монетарног система, јула 1978. године, који је представљао монетарни аранжман држава чланица Европске заједнице све до формирања Економске и монетарне уније. Он се састојао из два кључна елемента: формирања механизма девизних курсева, у коме се заједнички управља системом фиксних али прилагодљивих девизних курсева (билатералним интервенцијама централних банака у случају поремећаја утврђеног паритета валута и по потреби прилагођавањем курсева) и увођења обрачунске новчане јединице, еки. С обзиром да није било заједничке координације економских политика, разлике у стопама инфлације појединих држава чланица доводиле су до сталног притиска на девизне курсеве, тако да су прилагођавања курсева била честа и обухватала више држава чланица (просечно сваких осам месеци до 1987. године); свако прилагођавање доводило је до турбуленција на европском финансијском тржишту. С обзиром на склоност ка инфлацији, унутар система су се јасно диференцирале зоне ценовне (не)стабилности. Да би се стабилност целог система одржала, било је потребно „позајмити кредибилитет“ валуте које је била најстабилнија, односно следили монетарну политику државе са најстабилнијом валутом. Тако је немачка марка постала „валута сидра“, а Европски монетарни систем постао асиметричан, са доминантном улогом немачке марке и валута држава чланица које су следиле немачку монетарну политику и које су стога постале део „зоне немачке марке“ (могући алтернативни пут монетарне интеграције данас?). Да би се систем прилагодио и валутама држава које су имале високи степен инфлације, он је модификован у току 1993. године тиме што су дозвољене флукуације девизних

курсева од +/-15%, тако да је систем суштински изгубио значај за одржавање ценовне стабилности држава чланица, али је формално сачувао карактер једног од облика монетарне интеграције.

Мастрихтским уговором формирана је Економска унија чији је саставни део Економска и монетарна унија, као савремени облик монетарне интеграције европских земаља. Монетарна интеграција је мешавина монетарних и фискалних институција (под институцијама подразумевају се и процедуре), али са различитим степеном интегрисаности. Док је монетарни део централизован кроз Европску централну банку, као наднационалну институцију (са делимично присутним националним елементима у Систему европских централних банака), дотле је фискална политика у надлежности националних власти и подлеже механизму координације на нивоу Евразоне и шире Европске уније. На тај начин је у структуру монетарне уније уграђен хибридни механизам одлучивања, односно клица могућих сукоба и тешкоћа у њеном функционисању.

2. 3. Савремени облик монетарне интеграције: Економска и монетарна унија

Формирањем Економске и монетарне уније, интеграција држава чланица Европске уније ушла је у нову фазу развоја ка „све ближеј унији“. Њено формирање резултат је политичких компромиса, посебно две државе чланице које су главни покретачи интеграције, Француске и Немачке, условљених констелацијом односа у Европи и свету¹⁹⁴, али је фундаментални основ економски развој интеграције после усвајања јединственог европског акта, 1987. године, којим је консолидован развој јединственог тржишта и отворена могућност кретања фактора производње унутар тржишта. Посебно је либерализација кретања капитала унутар Европске заједнице (1988. године) поставила проблем односа либерализације кретања капитала, националних монетарних политика и фиксних

¹⁹⁴ Ivo Maes, On the Origins of the Franco – German EMU Controversies, *National Bank of Belgium Working Papers – Research Series No. 34*, July 2002, стр. 21 – 22.

девизних курсева, који су били успостављени у оквиру Европског монетарног система (проблем тзв. „немогућег тројства“)¹⁹⁵.

2.3.1. Делоров извештај и Маастрихтски уговор

Економска и монетарна унија, онако како је формулисана у Маастрихтском уговору, закљученом 7. фебруара 1992. године, заснована је на решењима која су изложена у тзв. Делоровом извештају, односно Извештају о економској и монетарној унији у Европској заједници¹⁹⁶, сачињеном на основу закључка састанка Европског савета, 27 – 28. јуна 1998. године у Хановеру. Делоров извештај одражава развој интеграције и екстерне околности које су преовладавале у периоду његовог писања, али он је црпео и идеје претходних приступа монетарној интеграцији држава чланица (Маржолоновог, Баровог и Вернеровог плана)¹⁹⁷.

Делоров извештај дефинише Економску и монетарну унију европских држава као област која подазумева „потпуну слободу кретања људи, добара, услуга и капитала, као и неповратно фиксиране девизне курсеве између националних валута и, на крају, јединствен новац“¹⁹⁸. Дефиниција комбинује јединствено тржиште добара, услуга и фактора производње, које се уобичајено узима као обележје економске уније, са постојањем јединственог новца, који је природни производ тржишта. На тај начин се економске и монетарна унија посматрају као јединствен економски простор, са узајамном интеракцијом реалне и монетарне области. Сама монетарна унија одређена је преко своје основне карактеристике, јединственог новца, чијој појави (усвајању) претходи неповратно фиксирање девизних курсева; „као резултат тог корака, националне валуте постају тесни

¹⁹⁵ Tomaso Padoa-Schioppa, *The European Union and the Nation State*, *Hume Occasional Paper*, No 58, 2001.

¹⁹⁶ (Delors Report) Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April 17, 1989.

¹⁹⁷ О околностима у којима је настао Извештај, као и о улози Европске комисије и Комитета гувернера централних банака, који је учествовао у формулисању решења у Извештају, видети: David M. Andrews, *The Radical Impulse in European Monetary Affairs*, EUSA Eleventh Biennial International Conference, Los Angeles, California, April 23-25, 2009.

¹⁹⁸ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April 17, 1989, стр. 13.

супститути и њихове каматне стопе имају тенденцију конвергенције¹⁹⁹. Као и у Вернеровом извештају, и овде се наводи психолошки мотив увођења јединственог новца, као „симбола неповратног процеса“ монетарне интеграције.

У Извештају се помиње алтернативни пут увођења јединственог новца у монетарну унију коришћењем паралелизма оптицаја дотадашњих националних валута и нове валуте, што је био енглески предлог у процесу преговарања о формирању економске и монетарне уније²⁰⁰. Економска логика овог предлога састоји се у деловању Грешамовог закона: паралелно са постојећим новчаним јединицама држава чланица Економске заједнице у оптицају би се налазио нови новчани знак, који би по претпоставци имао већи кредибилитет, јер представља економску моћ Заједнице као целине; постепено би он замењивао националне новчане јединице у тржишном процесу и тако стекао атрибуте јединственог новца. Делоров комитет (у коме су углавном били гувернери националних централних банака) одбацио је овај концепт, из два разлога. Прво, алтернативни новац не би имао везу са економском активношћу (не би био резултат „природног“ процеса размене) тако да би угрозио монетарну стабилност и, друго, отежао би координацију монетарних политика држава чланица у прелазној фази²⁰¹.

Монетарну унију Делоров извештај дефинише као: „валутну област у којој се политикама управља заједнички, у сврху остваривања заједничких макроекономских циљева“²⁰². Нужни услови за постојање монетарне уније су:

- потпуна и неповратна конвертибилност валута;
- комплетна либерализација капиталних трансакција и пуна интеграција банкарског и другог финансијског тржишта;
- елиминација маргина флуктуација и неповратно фиксирање девизних курсева.

¹⁹⁹ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April 17, 1989, стр. 15.

²⁰⁰ Ivo Maes, *On the Origins of the Franco – German EMU Controversies*, *National Bank of Belgium Working Papers – Research Series No. 34*, July 2002, стр. 24.

²⁰¹ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April 17, 1989, стр. 29.

²⁰² Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April 17, 1989, стр. 14.

Економска унија, „у спрези са монетарном унијом“, наглашава се у Извештају, „комбинује карактеристике неограниченог тржишта са сетом правила која су неопходна за његово несметано функционисање“ и има следећа обележја:

- јединствено тржиште у коме постоји слободно кретање људи, добара, услуга и фактора производње;
- политика конкуренције и друге мере које ојачавају механизам деловања тржишта;
- заједничке политике у сврху структурних промена и регионалног развоја;
- координација макро-економских политика, укључујући обавезна правила буџетске политике.

Монетарна интеграција држава чланица није могућа без економске уније; економска и монетарна унија су једна целина. „Кохерентни сет економских политика у Заједници и на националним нивоима је неопходан за одржавање перманентно фиксираних девизних курсева између валута Заједнице, а заједничка монетарна политика, која је подршка валутној области, неопходна је да заједница прерасте у економску унију“²⁰³.

Институционални дизајн монетарне уније, који се може синтетизовати из поставку наведених у Делоровом извештају је следећи:

- **јединствена монетарна институција:** Европски систем централних банака, који је организован на федералном принципу, и састоји се од централне (монетарне) институције и националних централних банака држава чланица (тачка 32 Извештаја);
- **јединствен новац** (тачка 23);
- **јединствена монетарна политика** (тачке 24 и 32); монетарна политика у интеграцији „не може бити резултат одлука и акција националних централних банака“;
- **јединствен девизни курс** (тачке 32, 60);
- **стабилност цена** (тачка 32) као основни циљ монетарне политике;
- **независност и одговорност монетарне институције** (тачка 32);

²⁰³ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April 17, 1989, стр. 17.

- **забрана финансирања држава чланица од стране монетарне институције** (тачка 32);
- **надлежности монетарне институције** су: формулација и имплементација монетарне политике, управљање јединственим девизним курсем и резервама и одржавање нормалног функционисања платног система, као и учешће у координацији супервизије над банкама;
- **координација буџетских политика** (тачке 19, 25, 30, 33): јавна потрошња остаје у надлежности држава чланица, али национални буџети морају бити под обавезним ограничењима са централног нивоа (мада се не предвиђа формирање посебне институције на централном нивоу, која би се о томе старала), како се не би угрозила монетарна стабилност целине.

Делоров извештај је предложио поступност у увођењу Економске и монетарне уније, кроз три фазе, напомињући да се овај процес мора посматрати као јединствен и да се пристајање уз прву фазу има сматрати као „укрцавање у целокупан процес“. У првој фази се захтева координација националних економских и монетарних политика у постојећем институционалном оквиру ради остваривања већег степена конвергенције, са нагласком на подизање аутономије централних банака. Друга фаза претпоставља промене оснивачких уговора и креирање нових институционалних решења која ће бити у функцији интеграције, али ће процес и даље контролисати државе чланице. У овој фази успоставља се јединствена монетарна институција, која има задатак формулације јединствене монетарне политике и постепено се сужавају маргине флуктуација девизних курсева. У трећој фази се неопозиво фиксирају девизни курсеви и институцијама Заједнице дају се „потпуне монетарне и економске надлежности“ набројане у Извештају; а „националне валуте евентуално ће бити замењене јединственим новцем Заједнице“ (тачка 58).

У дискусијама на Међувладиној конференцији, која је требало да кодификује решења о успостављању Економске уније²⁰⁴, прихваћена су основна решења из Делоровог извештаја која се односе на монетарну интеграцију.

²⁰⁴ Simon Hix, *The Political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2005, стр. 323 – 325.

Економска и монетарна унија постављена је као асиметрична структура. Монетарна унија је централизована као федерална структура и изразила је немачки концепт основног циља монетарне политике – одржавање стабилности цена. „Првенство немачког институционалног модела било је очигледно. Неколико фактора је томе допринело: сама величина Немачке и немачке марке; јака теоријска подршка, засновна на мешавини немачких ордо-либералних и англо-саксонских модерних идеја; успешна историја немачке монетарне политике; јака преговарачка позиција немачких ауторитета и јединствена федерална структура Бундесбанке“²⁰⁵. Економска унија је изражена кроз ограничен децентрализован модел, у коме економска политика остаје у надлежности националних држава, али уз ограничења са нивоа Уније кроз захтев за координацијом економских политика, мултилатералним надзором над њиховом формулацијом и спровођењем и ограничавањем буџетског дефицита процедуром за отклањање прекомерног дефицита. Усвојен је француски предлог надлежности за утврђивању девизног курса јединствене валуте, стављајући одлуку о томе у руке Савета, после консултација са Европском централном банком „у настојању да постигне консензус конзистентан са циљем стабилности цена“ (члан 109 уговора)²⁰⁶. На инсистирање Немачке, у Уговор су ушле одредбе о процесу номиналне конвергенције економских показатеља држава чланица као услову за прихватање јединствене валуте (Уговор је још увек као јединствену валуту помињао еки; назив евро усвојен је касније на седници Европског савета у Мадриду, 15 – 16. децембра 1995. године, опет на захтев Немачке, јер је име еки асоцирало на назив старе француске валуте)²⁰⁷. Споразум о спорним питањима „постигнут је после интензивних преговора, укључујући и тајне билатералне дискусије између Француза и Немаца“²⁰⁸.

²⁰⁵ Ivo Maes, On the Origins of the Franco – German EMU Controversies, *National Bank of Belgium Working Papers – Research Series No. 34*, July 2002, стр. 25.

²⁰⁶ Council of the European Communities and Commission of the European Communities, *Treaty on European Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 1992.

²⁰⁷ Ian Bache and Stephen George, *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 178.

²⁰⁸ Ivo Maes, On the Origins of the Franco – German EMU Controversies, *National Bank of Belgium Working Papers – Research Series No. 34*, July 2002, стр. 26.

Мастрихтски уговор садржао је детаљне одредбе о фазном формирању Економске и монетарне уније. Пре друге фазе, која је почињала 1. јануара 1994. године, државе чланице требало је да донесу програме за реализацију „трајне конвергенције потребне за остваривање економске и монетарне уније“: смањивање буџетског дефицита и обезбеђивање независности централних банака. У другој фази је предвиђено формирање Европског монетарног института, који би се, пошто обезбеди неопходне организационе процедуралне и кадровске услове за почетак рада, трансформисао у Европску централну банку (члан 109ф).

Закључна, трећа фаза, означава формални почетак рада Економске и монетарне уније. Темпо и обим испуњавања обавеза које су државе чланице преузеле „у односу на реализацију економске и монетарне уније“, посебно у области остваривања независности централних банака држава чланица и испуњавања критеријума конвергенције, требало је да омогући Савету да, на бази одлуке донете квалификованом већином, оцени:

- да ли свака појединачна држава чланица испуњава услове за прихватање јединствене валуте,
- када већина држава чланица испуњава те услове,

и да о томе обавести Савет у виду шефова држава и влада. Овај Савет (данас Европски савет) је, на бази квалификоване већине, најкасније до 31. децембра 1996. године, требало донесе одлуке:

- да ли већина држава чланица испуњава услове за прихватање јединствене валуте;
- да ли је пожељно да Заједница уђе у трећу фазу процеса, и ако јесте,
- да утврди датум отпочињања треће фазе.

„Ако до краја 1997. године није утврђен датум почетка треће фазе, трећа фаза ће стартовати 1. јануара 1999. године“, предвиђено је у закључном ставу члана Уговора који предвиђа напред наведену процедуру (члан 109ј); овај аутоматизам значи да се могло десити да Економска и монетарна унија има само неколико чланова, који испуњавају критеријуме (можда је Немачка резервисала право да у Економској и монетарној унији види само чланове „блока немачке марке“?). У сваком случају, Европски савет је требало до јула 1998. године да одлучи које

државе чланице испуњавају постављене критеријуме за приватање евра. Државе чланице које су уговориле неприхватање евра и оне које нису испуниле услове за прухватање, добиле су статус „држава са изузећем“ из монетарне уније (члан 109к).

Почетак треће фазе интеграције означава неповратно фиксирање курса валута држава чланица и почетак рада Европског система централних банака и Европске централне банке (члан 109л).

У Мастрихтском уговору прихваћени су захтеви Велика Британије и Данске да не учествују у монетарној унији, односно у трећој фази интеграције и да не прихвате евро као јединствену валуту, што је унето у оснивачке уговоре у облику посебних протокола²⁰⁹.

2.3.2. Критеријуми конвергенције и прихватање јединствене валуте - евра

Уговор из Мастрихта и уз њега прододат Протокол о критеријумима конвергенције (поменут у члану 109ј Уговора)²¹⁰ садрже захтеве у економској и монетарној области које државе чланице треба да испуне да би могле да прихвате јединствену валуту, евро.

1. *Критеријум стабилности цена:* стопа инфлације, у периоду од годину дана пре оцене испуњености свих критеријума конвергенције, не сме да буде виша од 1 ½ процентних поена од просечне стопе инфлације у три државе чланице са најнижом инфлацијом. Инфлација се мери индексом потрошачких цена.
2. *Критеријум буџетске позиције:* у периоду оцене, држава чланица не сме имати изузетни дефицит, према оцени Савета; то значи, како је прецизирано у Протоколу о процедури везаној за изузетни дефицит уз Мастрихтски

²⁰⁹ Council of the European Communities and Commission of the European Communities, *Treaty on Europea Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 1992, Протокол о извесним одредбама које се односе на Уједињено краљевство (стр. 191 – 194); Протокол о извесним одредбама које се односе на Данску (стр. 194).

²¹⁰ Council of the European Communities and Commission of the European Communities, *Treaty on Europea Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 1992, стр. 185 – 186.

уговор²¹¹, да не може имати више од 3% планираног или актуелног буџетског дефицита у односу на бруто друштвени производ по тржишним ценама и више од 60% државног (јавног) дуга у односу на бруто друштвени производ по тржишним ценама. Савет одлучује да ли се буџетска дисциплина у односу на ове референтне вредности поштује, узимајући у обзир и да ли се буџетски дефицит смањује према референтној вредности или је резултат неповољних економских околности и да ли се динамика кретања јавног дуга (снижење) креће у правцу остваривања референтне вредности (члан 104ц Уговора из Мастрихта).

3. *Критеријум стабилности девизног курса*: држава чланица треба да учествује у механизму девизних курсева Европског монетарног система и да је „поштовала нормалну флукуацију маргина предвиђену механизмом девизних курсева без тензија најмање две задње године пре оцене; посебно, држава чланица није требало да девалвира централни паритет своје валуте у односу на друге валуте држава чланица, по својој иницијативи, у истом периоду“.
4. *Критеријум конвергенције каматних стопа*: држава чланица треба да има просечну дугорочну каматну стопу у периоду од годину дана пре оцене која није виша за два процентна поена од дугорочне каматне стопе три државе које имају најбоље перформансе везане за стабилност цена. Каматне стопе мере се на бази каматних стопа на дугорочне државне обвезнице или упоредиве хартије од вредности.

Критеријуми конвергенције унети су на захтев Немачке, како се не би угрозио основни циљ монетарне политике Европске централне банке, стабилност цена²¹². Независно од тога, и друге државе чланице имале су мотиве да прихвате критеријуме конвергенције, како би добиле на кредибилитету (нпр Италија, као „инфлацији склона“ држава) или учествовале у формулисању јединствене монетарне политике, смањујући на тај начин монетарну доминацију Немачке, коју

²¹¹ Council of the European Communities and Commission of the European Communities, *Treaty on Europea Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 1992, стр. 183 – 185.

²¹² Simon Hix, *The Political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2005, стр. 324.

је имала у Европском монетарном систему (на пример, Француска). Инфлациони критеријум је имао за циљ и уједначавање преференци према инфлацији држава чланица²¹³. Висина буџетског дефицита и јавног дуга (као кумулисаног буџетског дефицита из претходних година) регулисана је услед опасности од активирања ризика банкрутства држава чланица (што ће се показати у кризи јавног дуга Еврозоне), а референтне вредности су установљене као арбитарне величине, које су одговарале просеку за Европску заједницу у том периоду. Конвергенција девизних курсева постављена је као критеријум да би се избегло да нека од држава чланица девалвацијом не стекне конкурентску предност над другим државама чланицама у монетарној унији (конкурентске девалвације биле су један од озбиљних проблема у функционисању Европског монетарног система). Најзад, критеријум дугорочних каматних стопа везан је за проблем ставарња капиталне добити у арбитражи актера на финансијском тржишту између државних обвезница са различитом висином каматне стопе; овај критеријум је, међутим, био непотребан, јер тржиште само изједначава дугорочне каматне стопе. „Чим се види да држава чланица задовољава друге критеријуме, тржишне силе осигуравају да се каматне стопе брзо приближе. То се такође десило пре него што је стартовала Економска и монетарна унија. Када је активирано очекивање да ће се држава придружити Економској и монетарној унији, каматне стопе су аутоматски забележиле конвергенцију“²¹⁴. Актери на финансијском тржишту су, према томе, изједначили ниво ризика за финансијске инструменте различитих држава. Семе кризе јавног дуга, који ће погодити Еврозону, аутоматски је било посејано!

У мају 1998. године било је одлучено које државе испуњавају услове за улазак у Економску и монетарну унију.

Једанаест држава чланица испунило је критеријуме конвергенције и на тај начин формирало монетарну унију, која је добила неформалан назив Еврозона. Чланице Еврозоне постале су: Белгија, Немачка, Шпанија, Француска, Ирска, Италија, Луксембург, Холандија, Аустрија, Португалија и Финска. Све ове државе

²¹³ Paul De Grauwe, *Economics of the European Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 137.

²¹⁴ Paul De Grauwe, *Economics of the European Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 142.

испуниле су критеријуме инфлације, буџетског дефицита и дугорочних каматних стопа; критеријум јавног дуга испуниле су само Француска (рачуноводствено), Луксембург и Финска, док су остале државе ушле у монетарну унију јер су показале да смањују јавни дуг према регулаторниј величини од 60% (карактеристичан је пример Белгије, која је ушла у монетарну унију са стопом јавног дуга 122,2%, пошто је у 1995. години забележила смањење дуга од 2,2%)²¹⁵. Грчка није испунила услове конвергенције (она је прихватила евро, испуњавајући услове, 2001. године, додуше на бази фалсификованих података)²¹⁶. Велика Британија је уговорила излазну клаузулу за трећу фазу Уније, као и Данска. Шведска је остала ван монетарне интеграције јер није учествовала у механизму девизних курсева (мада су касније и Данска, маја 2000. године и Шведска, септембра 2003. године, организовале референдуме за прихватање евра, који су били неуспешни)²¹⁷.

Велика Британија је формулисала сопствене „критеријуме конвергенције“ као тест за евентуално прихватање евра, тзв „пет економских тестова“. Они укључују економску конвергенцију, флексибилност тржишта рада, инвестиционе услове које пружа монетарна унија, конкурентску позицију енглеске индустрије финансијских услуга (положај и привилегије лондонског Ситија) и перспективе раста, стабилности и запослености у оквиру Економска и монетарне уније. Британске анализе показале су да ови критеријуми нису испуњени²¹⁸.

Да би се појачала одговорност држава чланица, Немачка је инсистирала на уношењу трајних правила понашања када је реч поштовању критеријума фискалне дисциплине. У ту сврху је јуна 1997. године у Амстердаму закључен Пакт стабилности и раста, који је обавезу одржавања референтних вредности дефицита буџета и јавног дуга претворио у сталну уговорну обавезу држава чланица

²¹⁵ European Commission: *Report on progress towards convergence and the recommendation with the view to the transition to the third stage of economic and monetary union, Part 2: Report*, 25 March 1998, стр. 22.

²¹⁶ Paul De Grauwe, *Economics of the European Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 135.

²¹⁷ Simon Hix, *The Political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2005, стр. 318.

²¹⁸ Видети детаљнију анализу код: Paul De Grauwe, *Economics of the European Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 87 – 91.

Економске и монетарне уније. Заузврат, на захтев Француске²¹⁹, успостављен је координациони механизам у оквиру Савета (ЕКОФИН) за управљање економским делом монетарне уније, који ће добити назив Еврогрупа.

2.3.3. Еврогрупа и Еврозона

Општи става Уговора о функционисању Европске уније је да ће „државе чланице сматрати своје економске политике за област заједничке бриге и да ће их координирати са Саветом“ (члан 121. ТФЕУ)²²⁰ у ком циљу Савет, на предлог Комисије доноси препоруке о „ширим основама“ економске политике држава чланица и Уније о којима обавештава Европски парламент и државе чланице и надгледа да ли је економска политика држава чланица у складу са „ширим основама“ (мултилатерално надгледање). У надлежности Савета је, међутим, и доношење мера које се специфично односе на државе чланице чија је валута евро – Еврозону, и које укључују:

- јачање координације и надзора њихове буџетске дисциплине,
- утврђивање смерница њихове економске политике,
- надзор над испуњавањем ових смерница,
- утврђивање заједничке позиције са другим међународним финансијским институцијама и конференцијама у питањима значајним за Економску и монетарну унију, и
- јединствено представљање држава Евроzone у међународним финансијским институцијама и конференцијама (члан 136. и 138. ТФЕУ).

Разматрање и одлучивање о питањима специфичним за Еврозону врши се између чланова Савета који представљају државе чланице које су усвојиле евро. То је специфична, неформална „потконфигурација“ Савета у „конфигурацији“ ЕКОФИН, односно специфична „промена шешира“ чланова Савета када се одлучује о тим питањима. Ова неформална група министара назива се

²¹⁹ Simon Hix, *The Political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2005, стр. 319.

²²⁰ Consolidated Version Of The Treaty On The Functioning Of The European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26.10.2012.

Еврогрупа²²¹. Рад Еврогрупе регулисан је Протоколом 14 оснивачких уговора²²². Састанцима Еврогрупе не могу присуствовати представници држава чланица Уније којима валута није евро. На тај начин, иако одлуке које она доноси могу имати ефекте преливања на целину Европске уније, није омогућено узајамно информисање, па и својеврсни облик „колегијалног притиска“ на одлуке групе. Управо то потврђује страхове неких држава у припреми уговора из Амстердама, да ће Еврогрупа, с једне стране, узурпирати рад Савета на општим питањима економске политике (Велика Британија), односно моћи да угрози независност рада Европске централне банке (Немачка)²²³. Као што ће се касније видети, у реформама Европске уније, које се спроводе на захтев Велике Британије, усвојен је захтев да на састанцима Еврогрупе министри држава чланица који нису у Еврозони могу присуствовати и узимати учешће у раду.

Док је Еврогрупа институционализована као неформално тело Уговором из Амстердама, дотле је друго тело, Самит шефова држава или влада држава чланица Еврозоне неформално функциоисао све до усвајања Уговора о стабилности, координацији и управљању у Економској и монетарној унији, из марта 2012. године тзв. Фискални пакт²²⁴.

Одредба фискалног пакта које се односе на Евросамит налази се у одељку који носи наслов: управљање Еврозоном²²⁵, чиме се потврђује намера уговорних страна да формирају у зачетку специфичну владу Еврозоне, која би била пандан владама држава чланица (док би Еврогрупа могла имати улогу министарства финансија). У раду Евросамита могу да учествују и председници Комисије, Европске централне банке, Еврогрупе и Европског парламента. Председника

²²¹ Видети детаљније: Бранко Васиљевић и Љубомир Шубара, Лекције грчке евро кризе, у: *Политички идентитет Србије у глобалном и регионалном контексту*, уредила Весна Кнежевић-Предић, Факултет политичких наука, Београд, 2015, стр. 125 – 135.

²²² Protocol No. 14. On the Euro Group. Consolidated Version Of The Treaty On European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/13, 26.10.2012

²²³ Simon Hix, *The Political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2005, стр. 319.

²²⁴ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (TSCG) [http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-\(tscg\)](http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-(tscg))

²²⁵ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (TSCG) [http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-\(tscg\)](http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-(tscg)), члан 12.

Евросамита именују шефови држава или влада Еврозоне простом већином гласова, са истом дужином мандата као и председника Европског савета. До избора, ту дужност обавља председник Европског савета. Евросамит разматра:

- питања која се односе на посебне одговорности које државе Еврозоне деле у односу на јединствени новац,
- друга питања која се односе на управљање Еврозоном и правила која се на то односе, и
- стратешку оријентацију за вођење економске политике у циљу повећања конвергенције у Еврозони (члан 12, став 2 Фискалног пакта).

Надлежности Евросамита, судећи по наведеним одредбама, не односе се на монетарна питања, али он их може неформално разматрати. На тај начин, он неформално може и утицати на независност Европске централне банке и њену одговорност за вођење монетарне политике.

Организација и рад Евросамита садржани су у пословнику о његовом раду²²⁶. У овом документу налазе се одредбе које треба да уваже захтеве транспарентности у раду овог тела, пошто је претпоставка да оно има, по самом свом саставу, демократски легитимитет, као и одговорност бирачима држава чланица. Састанци самита нису јавни (тачка 4.8) али је председник дужан да о резултатима састанака обавести јавност (тачка 5.2.г). Евросамит може јавности емитовати „саопштења у којима су сумиране заједничке позиције и заједничке линије акције“ (тачка 6.1). текст саопштења утврђује се консензусом (тачка 6.3). Пословник посредно ублажава демократски легитимитет Еврогрупе, дајући јој учешће у припреми материјала за седнице Евросамита (тачка 5.2.ц) и на тај начин чинећи њен рад транспарентнијим.

Управљање монетарном унијом, као делом Економске и монетарне уније, поверено је Евросистему. У Уговору о функционисању Европске уније (члан 282, тачка 1), наведено је: „Европска централна банка, заједно са националним централним банкама, чиниће Европски систем централних банака (ЕСЦБ).

²²⁶ European Union, General Secretariat of the Council, *Rules for the organization of the proceedings of the Euro Summits*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2013.

Европска централна банка, заједно са националним централним банкама оних држава чланица чија је валута евро, а које чине Евросистем, водиће монетарну политику Уније“. Исти члан наглашава да „оне државе чланице, чија валута није евро, и њихове централне банке, задржаће своја овлашћења у новчаним стварима“ (члан 282, тачка 4).

Уговор о функционисању Европске уније и Протокол број 4 „О статуту Европског система централних банака и Европске централне банке“, који је придодат оснивачким уговорима²²⁷ дефинишу надлежности Европског система централних банака:

- емисија евра као јединствене валуте;
- дефинисање и имплементација монетарне политике Уније;
- вршење девизних операција;
- држање и управљање службеним девизним резервама држава чланица;
- промовисање несметаног вршења платног промета;
- допринос несметаном вођењу политике овлашћених органа у односу на пруденциону супервизију кредитних институција и стабилност финансијског система.

Савет може поверити Европској централној банци и посебне задатке везане за пруденциону контролу кредитних и других финансијских институција (члан 127. ТФЕУ).

Институционална еволуција Европске централне банке у току финансијске кризе и кризе јавног дуга, довела је до поверавања овој институцији нових овлашћења, везаних за финансијску стабилност и пруденциону контролу банкарског система.

2.3.3.1. *Европска централна банка: доношење одлука о монетарној политици*

²²⁷ Official Journal of the European Union, C 326/230, 26. 10. 2012.

Европска централна банка је кључна институција, носилац монетарне уније. Анализирајући искуства финансијске кризе и кризе јавног дуга, може се рећи да је она одлучујуће допринела кохезији Економске и монетарне уније. Њена организација и управљање, стратегија и инструменти у функцији остваривања основног циља монетарне политике – стабилности цена, али и независност од политичких утицаја и адекватна интеракција са банкарским системом и финансијским тржиштем, допринели су подизању кредибилитета Европске централне банке. Централни положај Европске централне банке у Европском систему централних банака, које је санкционисан Уговором о функционисању Европске уније одредбом да ће „Европским системом централних банака управљати Европска централна банка“ (члан 282, тачка 2) методолошки упућује да се анализа њене организације, управљања и функција односи и на систем којим управља.

Европском централном банком управљају Извршни одбор и Управни савет. Седницама оба ова органа председава председник Европске централне банке²²⁸.

Извршни одбор именује Европски савет квалификованом већином, бирајући „између особа признатог држања и професионалног искуства у монетарним и банкарским питањима“ (члан 11. Статута ЕСЦБ и ЕЦБ – Протокол 4 уз оснивачке уговоре). Именовање се врши на осам година и не може бити продужено, како би се обезбедила персонална независност чланова. Извршни одбор чине председник, потпредседник и четири директора. Сваки члан има један глас и одлуке се доносе већином гласова.

Извршни одбор је „одговоран за текући посао Европске централне банке“, што значи да је оперативни орган, одговоран за извршење одлука о монетарној политици које доноси Управни савет, укључив и давање инструкција централним банкама држава чланица; он припрема седнице Управног савета, што му даје могућност извесног утицаја на одлуке овог органа (члан 12 Статута).

Управни савет је основни орган одлучивања у Европској централној банци. Он „формулише монетарну политику Уније, укључујући када је то потребно и

²²⁸ Шире видети у: Hanspeter K.Scheller, *The European Central Bank – History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt a/M, 2004, стр. 151 – 161.

одлуке о посредним монетарним циљевима, кључним каматним стопама и висини резерви ЕСЦБ, и доноси неопходне смернице за њихову примену“ (члан 12. Статута). Управни савет чине чланови Извршног одбора и гувернери централних банака Еврозоне.

Сваки члан Управног савета у оригиналном тексту Маастрихтског уговора има један глас и одлуке се доносе већином гласова, како би се обезбедило да овај орган изражава интересе монетарне уније као целине, а не појединачне интересе држава чланица²²⁹. Међутим, изменама текста Уговора, донетим 2002. године, промењена је структура гласања у Управном савету: када број чланова достигне 21, и даље ће сваки члан имати један глас, али ће укупан број гласова гувернера националних централних банака бити 15 (број чланова Извршног одбора је непромењен) (члан 10. Статута).

Нови систем одлучивања у Управном савету заснован је на рангирању националних централних банака према величини удела државе чланице у агрегатном бруто домаћем производу по тржишним ценама (пондер је 5/6) и укупног агрегатног биланса стања монетарних финансијских институција држава Еврозоне (пондер 1/6).

Када број гувернера националних централних банака (односно држава које су прихватиле евро – Еврозоне) буде 15 и све док не достигне 22, они ће бити подељени у две групе, према наведеном рангирању: прва група од 5 гувернера и друга група од осталих. Прва група ће имати 4 гласачка права а друга група 11 гласачких права. Од дана када број гувернера буде већи од 22, они ће бити ранжирани у три групе: прва група од 5 гувернера имаће 4 гласа; друга група садржаће половину укупног броја гувернера и имаће 8 гласова, а трећу групу чиниће преостали гувернери са 3 гласа (члан 10. Статута)²³⁰. Иако је од 1. јануара 2009. године број националних гувернера достигао 15 (Словачка је постала члан

²²⁹ Paul De Grauwe, *Economics of the European Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 160.

²³⁰ Видети детаљније: European Central Bank, *Monthly Bulletin*, May 2003, стр. 73 – 83.

Еврозоне), одлука о промени начина гласања још није спроведена; званичног објашњења за то није било²³¹.

Нови систем гласања фаворизује најразвијеније државе чланице, с обзиром да оне имају перманентно гласачко учешће. Колико ће нови систем одражавати намеру да се обезбеди интерес целине Еврозоне спорно је питање, пошто број чланова Извршног одбора, који по дефиницији представљају целину Еврозоне, и у новом систему гласања није довољан за доношење одлука које би биле у складу са тим интересом. Такође је питање колико ће у таквом начину гласања Европска централна банка очувати своју независност и демократски легитимитет.

2.3.3.2. Независност Европске централне банке

Опште је прихваћана констатација, која има упориште у Мастрихтском уговору, да Европска централна банка располаже веома високим степеном независности у обављању делегираних овлашћења Уније. Њен статус се може мењати само променом оснивачких уговора и то сагласношћу свих држава чланица, укључив и оне које нису чланице Еврозоне.

Поред одредаба оснивачких уговора, потребно је истаћи да је одредба о независности Европске централне банке усвојена и у Уставу Немачке: „Федерација ће установити емисиону и новчану банку као Федералну банку. У оквиру Европске уније, њене одговорности и моћ могу бити пренети на Европску централну банку, која је независна и одговорна првенственом циљу очувања стабилности цена“²³². То је последица чињенице да је модел организације и надлежности Европске централне банке преузет из немачког законодавства пре формирања Економске и монетарне уније, односно преузета су решења везана за положај Бундесбанке. Томе су допринели како доминантан положај Немачке у Европском монетарном систему, тако и преовлађујућа теоријска оријентација креатора Економске и монетарне

²³¹ Paul De Grauwe, *Economics of the European Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 163.

²³² Deutscher Bundestag, *Basic Law for the Federal Republic of Germany*, Berlin, November 2012, члан 88.

уније, монетаризам: централна банка, по Фридмановом мишљењу, треба да ради оно што најбоље зна, а то је очување ценовне стабилности²³³. Поред тога, емпиријске студије показале су да државе које имају независне централне банке имају ниже инфлације и мању волатилност цена, али не на уштрб економског раста и запослености²³⁴.

Европска централна банка ужива *институционалну (политичку) независност*. Према оснивачким уговорима, она не сме примати нити тражити инструкције за своје пословање ни од једног органа Уније или држава чланица: „У вршењу својих овлашћења и извршавању задатака, који су јој поверени уговорима и статутотом ЕСЦБ и ЕЦБ, нити Европска централна банка, нити национална централна банка, нити било који члан њихових органа који одлучују, неће тражити или узимати инструкције од институција Уније, тела, служби или агенција, од било које владе држава чланица или било ког другог тела. Институције Уније, тела, службе или агенције и владе држава чланица обавезују се да поштују овај принцип и да неће тражити да утичу на чланове органа одлучивања Европске централне банке или националних централних банака у извршавању њихових задатака“²³⁵.

Други облик институционалне независности Европске централне банке поставља одредба оснивачког уговора о забрани финансирања буџетског дефицита било које државе чланице: „Кредит по текућем рачуну или било који други кредитни механизам код Европске централне банке или код централних банка држава чланица у корист институција Уније, тела, служби или агенција, централне власти, регионалних, локалних или других јавних власти, других тела за које важи јавно право или јавних предузећа држава чланица биће забрањени, као и куповина директно од њих дужничких инструмената од стране Европске централне банке или националних централних банака“²³⁶.

²³³ Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 148 - 152.

²³⁴ Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 151.

²³⁵ Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26.10.2012, члан 130.

²³⁶ Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26.10.2012, члан 123.

Институционална независност се често оспорава од стране политичара, посебно у периодима криза, када поједине државе чланице сматрају да политика Европске централне банке не доприноси ублажавању екстерних шокова у тој држави чланици (која нема на располагању механизам девалвације). Да нема независности, Европска централна банка била би под притиском да покрива дефиците буџета држава чланица, односно да монетизује тај дефицит, што би имало инфлаторне последице.

Европска централна банка је, 6. септембра 2012. године, у тежњи да смири финансијско тржиште и смањи енормни раст камата на државне обвезнице презадужених држава, покренула механизам Директних монетарних трансакција (Outright Monetary Transactions – ОМТ) који се састојао у куповини државних обвезница ових држава на секундарном финансијском тржишту²³⁷, мада програм није никада био активиран. Сама најава председника Европске централне банке да је спремна да обвезнице купи у неограниченим количинама довела је до смиривања тржишта²³⁸, спречила распад Еврозоне, али је изазвала и покретање процеса пред немачким Федералним уставним судом о оцени усклађености такве одлуке са оснивачким уговорима Уније и немачким уставним правом. Немачки Федерални уставни суд изнео је мишљење да таква акција Европске централне банке није у складу са примарним правом Европске уније, али је предмет упутио Европском суду правде на претходно изјашњавање (7. фебруара 2014. године)²³⁹, у складу са чланом 267. уговора о функционисању Европске уније. Немачки уставни суд био је мишљења да је са покретањем механизма куповине обвезница Европска централна банка изашла изван свог мандата (деловала је *ultra vires*) који јој је делегиран оснивачким уговорима, када је реч о вођењу монетарне политике (механизам је сматран као акт економске а не монетарне политике) у складу са чланом 119. Уговора о функционисању Европске уније, као и када је реч о забрани монетарног

²³⁷ ECB, Technical features of Outright Monetary Transactions, *Press release of 6 September 2012*.

²³⁸ Mario Draghi: „У оквиру нашег мандата, Европска централна банка је спремна да учини све што је потребно да сачува евро“, с обзиром на „обим политичког капитала који је уложен у евро“. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

²³⁹ German Federal Constitutional Court, *Principal Proceedings ESM/ECB: Pronouncement of the Judgment and Referral for a Preliminary Ruling to the Court of Justice of the European Union*, [Press release no. 9/2014, 7 February 2014](#).

финансирања буџета држава чланица (члан 123. Уговора). Такође, акција Европске централне банке може довести до „значајне редистрибуције између држава чланица“, што је такође супротно оснивачком уговору Уније. Немачки Федерални уставни суд надлежан је да оцени реперкусије такве активности на Немачку, али не и да пресуди о материји европског права и отуда захтев Европском суду правде.

Европски суд правде је донео пресуду 16. јуна 2015. године (уз два издвојена мишљења)²⁴⁰. Она потврђује легалитет одлука Европске централне банке, пошто, по мишљењу Европског суда правде, механизам откупа обвезница није акт економске него монетарне политике и доприноси нормалном функционисању монетарних трансмисионих механизма, односи се на испуњавање основног циља монетарне политике Банке - стабилности цена, и не може се сматрати еквивалентом монетарног финансирања државних дефицита, пошто је реч о куповини на секундарном тржишту уз вођење рачуна о протеклу одрђеног периода између емисије обвезница и њихове куповине.

Када је реч о *циљној независности*, положај Европске централне банке је двосмислен. Другим речима, она има ограничену циљну независност коју је претворила у потпуну. Наиме, оснивачки уговори одређују да је примарни циљ монетарне политике централне банке стабилност цена, односно контрола инфлације. С друге стране, Европска централна банка треба да подржи општу економску политику Уније, ради доприноса остваривању других (макроекономских) циљева Уније, као што су економски раст и запосленост. Односно, према изреци оснивачког уговора, „Примаран циљ Европског система централних банака биће стабилност цена. Без прејудуцирања циља ценовне стабилности, ЕСЦБ ће подржавати опште економске политике Уније, који су назначени у члану 3 Уговора о Европској унији“²⁴¹. Такође, Европска централна

²⁴⁰ Judgment of the Court (Grand Chamber) 16 June 2015, Case C-62/14, REQUEST for a preliminary ruling under Article 267 TFEU from the Bundesverfassungsgericht (Germany), made by decision of 14 January 2014, received at the Court on 10 February 2014. Видети и: Court of Justice of the European Union, *Press release No. 70/15*, Luxembourg, 16 June 2015, Judgment in Case C-62/14 Gauweiler and Others.

²⁴¹ Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26.10.2012, члан 127.

банка „треба да допринесе“ стабилности финансијског система Уније (члан 127, тачка 5 Уговора о функционисању Европске уније).

Противречност овог облика независности Европске централне банке лежи у чињеници да ни основни циљ монетарне политике није квантификован, као ни други општи циљеви. То разводњава њену одговорност, односно, надлежност која јој је делегирана није операционализована. Европска централна банка је ту противречност из оснивачког уговора решила тако што је сама квантификовала циљ, одређујући да стабилност цена значи на средњи рок раст цена од близу 2% годишње²⁴², а за друге циљеве сматра да нису у њеној надлежности²⁴³. Да ли је то стратегија циљане инфлације или регулисања количине новца у оптицају, спорно је. Оно што је сигурно, то је да она нема као таргет монетарне политике девизни курс, чије одређивање уосталом и није у њеној надлежности, већ Савета²⁴⁴ (који мора да поштује у том одређивању принцип стабилности унутрашњих цена).

Европска централна банка има пуну *инструменталну независност*. То значи да сама може одређивати инструменте којима постиже циљеве монетарне политике. То се пре свега односи на коришћење регулаторне каматне стопе, као цене новца, којом она утиче на банкарску ликвидност, односно на развојне потенцијале привреде. Релативно упрошћеним скупом инструмента Европске централне банке остварена је значајна ценовна стабилност Евразоне и неутралисана су инфлаторна очекивања на дужи рок²⁴⁵.

Финансијска независност Европске централне банке осигурана је сопственим средствима, које проистичу из капитала Банке и њених монетарних операција. Билансе банке не контролише Европски ревизорски суд, већ независне комерцијалне ревизорске институције²⁴⁶.

²⁴² European Central Bank, *Monetary policy strategy*, Frankfurt aM, 2011, стр. 64.

²⁴³ Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 161.

²⁴⁴ Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26.10.2012, члан 219.

²⁴⁵ О резултатима монетарне политике видети: Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 156 – 170, Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012, стр. 450 – 452.

²⁴⁶ Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, Protocol (No 4) On the statute of the European System of central banks and of the European central Bank, C 326/47, 26. 10. 2012, члан 27.

Европска централна банка има и наглашену *персоналну независност*. Чланови Извршног одбора бирају се на релативно дуг рок, без могућности реизбора, како би се спречили екстерни утицаји на њихов рад. Они не могу обављати друге послове, а могу бити смењени само уколико учине тежу повреду дужности или постани наспособни за обављање функције²⁴⁷.

2. 4. Институционални и тржишни аспекти функционисања јединствене валуте

Од фебруара 2002. године, када је завршена размена националног новца за евро, који је од почетка 1999. године егзистирао само у функцији јединице обрачуна, евро је постао пуновредан новац, који обавља све функције новца. Он се потврђује као такав како на тржишту држава чланица Еврозоне, којих од 1. јануара 2015. године има 19²⁴⁸, тако и у периферним државама у облику јединице обрачуна, средства тезауризација, а у извесним државама и као средство размене, и на светском тржишту, играјући улогу светског новца. У таквим условима, монетарна политика Европске централне банке мора одржати репутацију евра на тржишту. Том захтеву су прилагођене стратегија монетарне политике и инструменти монетарне политике Европске централне банке.

2.4.1. Стратегија монетарне политике Европске централне банке

Непосредно пре почетка функционисања монетарне уније, Управни савет Европске централне банке објавио је стратегију монетарне политике, у циљу стварања оквира у коме ће се кретати одлуке усмерене на реализацију основног циља монетарне политике постављеног оснивачким уговорима – стабилности цена. Стратегија треба да пружи увид у деловање основног инструмента који стоји на располагању монетарној политици за остваривање тог циља – краткорочне каматне

²⁴⁷ Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, Protocol (No 4) On the statute of the European System of central banks and of the European central Bank, C 326/47, 26. 10. 2012, члан 11.

²⁴⁸ http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/euro_area/index_en.htm.

стоје. Иако су оснивачки уговори (члан 127 ТФЕУ), као што је већ било поменуто, у циљеве монетарне политике сврстали, али „без занемаривања циља стабилности цена“ и „подршку општим економским политикама Уније, ради доприноса циљевима Уније који су изложени у члану 3. Уговора о Европској унији“ (поменути циљеви су веома опширно дефинисани, али се као економски циљеви могу поменути пуна запосленост и друштвени прогрес – економски раст), Европска централна банка је свој мандат у монетарној политици ограничила само на стабилност цена. Полазећи од хипотезе о неутралности новца на дужи рок, која претпоставља да монетарна политика не може имати утицаја на реалне економске веријабле, Европска централна банка формулисала је у односу на друге могуће циљеве монетарне политике следећи став: „Пошто монетарна политика може у крајњој инстанци једино утицати на ниво цена у приведи, стабилност цена је најбољи допринос који централна банка може учинити економском благостању и дугорочној перспективи раста привреде“²⁴⁹.

Не може се оспорити значај стабилности цена за нормално функционисање привреде: стабилност цена реafirмише информативну функцију цена о релативној реткости добара, штити реалне дохотке становништва, спречава редистрибуцију дохотка, смањује трансакционе трошкове на тржишту, и друго. Монетаристичке хипотезе о природној стопи незапослености ограничиле су креативно коришћење емисије новца, односно монетарне политике. Али, као што су показала искуства финансијске кризе и кризе јавног дуга Еврозоне, монетарна политика може допринети и стабилизацији привреде и активирању потенцијала економског раста.

Стратегија монетарне политике Европске централне банке садржи два основна дела: квантитативно одређивање стабилности цена и приступ анализи ризика по стабилност цена кроз „два стуба“ монетарне политике²⁵⁰.

Стабилност цена на почетку функционисања монетарне уније била је одређена одлуком Управног савета (крајем 1998. године) и дефинисана као: „годишњи раст хармонизованог индекса потрошачких цена (ХИЦП) у Еврозони испод 2%. Стабилност цена треба да се одржи у средњем року“. Ова одредба је

²⁴⁹ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 57.

²⁵⁰ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 64.

2003. године допуњена, тако што је прецизирано да се раст цена односи на: „испод, али близу 2% на средњи рок“²⁵¹.

Зашто је била потребно квантитативно одређивање нивоа инфлације као циља монетарне политике и зашто је оно прецизирано? Сама Европска централна банка наводи разлоге за то, а теоријска разматрања јој дају за право²⁵². Квантификован циљ монетарне политике повећава њену транспарентност, поставља параметар за оцену успешности рада Банке (и евентуалне санкције руководству, односно смењивање) и омогућава тржишним учесницима да формирају своја дугорочна инфлаторна очекивања. Прецизирање циља било је неопходно из страха од дефлације; првобитно одређење није садржало доњу границу раста цена и уколико имплементација монетарне политике нема доњу границу као оријентир, онда се може лако десити да се активира дефлациона спирала која је у много чему неповољнија од инфлационе, ако ни због чега другог, а оно због тога што се при нултом расту цена не може ефикасно спроводити класична монетарна политика. Распон инфлације који се подразумева у коригованом циљу, омогућава да монетарна политика „испегла“ разлике у инфлационим диференцијалима у различитим државама чланицама Еврозоне, које су резултат објективних економских кретања и нужно постоје и у условима монетарне уније.

Мерење ефикасности остваривања основног циља монетарне политике на средњи рок има у виду да се ефекти прилагођавања које изазивају мере монетарне политике реализују у дужем временском периоду; у пракси, сматра Европска централна банка, то је период од једне до две године када је реч о ефекту на производњу, док се цене прилагођавају и дуже; али, управо због променљивог дејства монетарне политике, Европска централна банка није тачно одредила трајање појам „средњег рока“.

Могуће ризике по стабилност цена Европска централна банка анализира кроз два стуба анализе: економску анализу и монетарну анализу, који чине основу за одлучивање Управног савета о монетарној политици.

²⁵¹ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 64.

²⁵² Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 183.

„Економска анализа је фокусирана углавном на текући економски и финансијски развој и имплицитне краткорочне до средњерочних ризика по стабилност цена“²⁵³ и укључује анализу таквих фактора као што су: ниво друштвеног производа, агрегатна тражња и њене компоненте, фискална политика, услови на тржиштима рада и капитала, индикатори цена и трошкова, девизни курс, односи са светском привредом и биланс плаћања, финансијска тржишта и др. Анализа ових фактора усмерава се на откривање евентуалних поремећаја који могу утицати на стабилност цена.

Монетарна анализа усмерена је на кретања новчане масе и њен утицај на стабилност цена на средњи и дуги рок, пошто је „утврђен робустан однос између монетарног раста и инфлације на средњи и дужи рок“²⁵⁴. Теорија није сагласна са овим ставом, а емпиријска анализа кретања новчане масе и цена у Еврозони у периоду од почетка функционисања монетарне уније до финансијске кризе показује да није било оваквог (па и никаквог) међуодноса: у периоду 1999 – 2008. године, раст новчане масе износио је 7,4% а раст инфлације 2,2%²⁵⁵. Раст новчане масе (монетарни агрегат М3) био је далеко виши од нормативно постављеног у првобитној стратегији монетарне политике Европске централне банке од 4,5% (да ли је коинциденција да је то била и Фридманова стопа оптималног годишњег раста новчане масе?), док је инфлација била мање-више у оквиру зацртане, са просеком нешто већим од 2%. Због тога је и у модификованом облику стратегије из 2011. године наглашено да монетарна анализа служи за „упоредни чекинг“ средњорочних пројекција, добијених економском анализом, са становишта дугорочних пројекција.

Стратегија монетарне политике Европске централне банке није претрпела промене под дејством финансијске кризе; у светлу кризе, у стратегији је размотрен само утицај формирања шпекулативних мехура на финансијском тржишту на формулисање монетарне политике, кроз анализу обима кредита и цена финансијске активе. Како стратегија није предвидела формирање шпекулативног мехура?

²⁵³ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 71.

²⁵⁴ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 71.

²⁵⁵ Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 193.

Одговор не може бити једнозначан. Прво, генерелна оријентација теорије и праксе централног банкарства била је да се мерама монетарне политике не сме изазвати вештачко прскање шпекулативног балона, јер то може довести до снажних дефлаторних тенденција. Преовлађујући став био је да се чека прскање балона и да се онда монетарном политиком лече последице. Друго, и поред задатка који основачки уговори постављају пред Европску централну банку, да допринесе напорима за „одржавање стабилности финансијског система“ (члан 127, тачка 5 ТФЕУ), она је ограничила свој мандат само на одржавање стабилности цена, сматрајући да је финансијска стабилност посао других институција. Треће, владајући неолиберални став о саморегулишућем механизму тржишта препустио је тржишту да оно само коригује диспропорције на финансијском тржишту. Четврто, како примећује Де Хроув²⁵⁶, централне банке примењују развијене математичке моделе за вођење монетарне политике, у којима „нема места за мехурове и сломове“.

2.4.2. Имплементација монетарне политике Европске централне банке

Емисија новца сложеним каналима стиже до економских актера, утичући на њихове одлуке о производњи и потрошњи и, на тај начин, на цене. Стабилност цена представља одржање куповног нивоа новца и стога је потребно да механизам трансмисије пренесе одлуке о монетарној политици без дисторзија, обезбеђујући стабилност ових величина. Основно средство којим монетарна политика обезбеђује утицај на општи ниво цена је механизам каматних стопа, којима се утврђује „цена“ новца за економске актере и обезбеђује њихова ликвидност.

Европска централна банка утиче на механизам каматних стопа преко краткорочне каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, на коме понуда и тражња вишкова ликвидности одређује висину каматних стопа. Краткорочне каматне стопе су у основи хијерархије каматних стопа, како у погледу рочности, тако и ризичности и њихово регулисање значи утицај и на дугорочне каматне стопе, као и на инфлаторна очекивања економских актера. Утицај на висину

²⁵⁶ ²⁵⁶ Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 192.

краткорочних каматних стопа је сигнал оријентације монетарне политике, односно њене експанзивности или рестриктивности, што се преко овог канала трансмисије прености на раст или пад економске активности. Канал каматне стопе је основни облик трансмисионог механизма монетарне политике, али пошто одлуке о каматним стопама утичу и на расположивост кредита, може се говорити о кредитном каналу трансмисије, чији изведени облици су банкарски и билансни канал трансмисије. С обзиром да се у оснивачким уговорима Економске и монетарне уније налази одредба да политика курса евра треба да буде у складу циљем одржања стабилности цена, у одлукама о монетарној политици не може се занемарити и његов утицај као посебног канала монетарне трансмисије.

Оперативни оквир имплементације монетарне политике Европске централне банке представља скуп инструмената монетарне политике, којима се на тржиште новца преносе одлуке о висини каматне стопе и обиму ликвидности који се ставља на располагање банкама као основним учесницима на тржишту новца. Основни инструменти монетарне политике Европске централне банке су операције на отвореном тржишту и стални депозитно – кредитни механизми.

Операције на отвореном тржишту обезбеђују тржишну (не дириговану или арбитрерну) дистрибуцију емисије, што је и оквир који активностима Европске централне банке постављају оснивачки уговори. Оне имају два основна облика: главне операције рефинансирања (МРО) и дугорочне операције рефинансирања (ЛТРО); први механизам је у нормалним условима функционисања тржишта кључни механизам трансмисије и основни вид утицаја на тржиште и ликвидност читавог финансијског система. Оба механизма реализују се кроз такозване репо-трансакције (трансакције узајамног откупа), што значи да Европска централна банка (у ствари, националне централне банке Еврозоне на основу одлуке Управног савета) откупљују од банака финансијске инструменте и тако им обезбеђују ликвидност, са обавезом банака да реоткупе те инструменте у одређеном року и на тај начин Европска централна банка повлачи ликвидност са тржишта; као и кроз одобравање кредита за ликвидност банкама на краatak рок, на бази колатерала финансијских инструмената. Главне операције рефинансирања се реализују у року од седам дана, а дугорочне операције рефинансирања се одобравају на рок од три

месеца, како би се спречило стално револвирање краткорочног рефинансирање банака.

Европска централна банка одлучује о каматној стопи по којој ће обављати главне операције рефинансирања (МРО) и то је централна каматна стопа Европске централне банке. Њена висина показује оријентацију монетарне политике. Обим средстава која се по тој стопи усмерава банкама на тржишту новца одређује се или преко фиксне алокације (у пракси Европске централне банке у периоду 1999 – 2000. године), или тендерском процедуром (2000 – 2008. године); од избијања финансијске кризе, поново је уведен фиксни механизам алокације („тендер по фиксној стопи са потпуним алоцирањем“)²⁵⁷.

Европска централна банка усмерава каматне стопе на тржишту новца и приближава их каматној стопи на главне операције рефинансирања применом сталних овернајт кредитно – депозитних механизма: маргиналног кредитног механизма и депозитног механизма. Преко маргиналног кредитног механизма банке могу позајмљивати средства од Европске централне банке са роком доспећа „преко ноћи“, ради изравнавања салда дневних трансакција. Каматне стопе на коришћење ових кредита утврђује Управни савет истовремено са централном каматном стопом и оне су више од каматне стопе на главне операције рефинансирања, а самим тим и од тржишних каматних стопа. Банке користе овај вид кредитирања само ако не могу да прибаве средства на тржишту. Стога оне представљају горњу границу, „плафон“ каматних стопа Европске централне банке. Депозитни механизам обезбеђује банкама могућност да слободна средства пласирају преко ноћи код Европске централне банке ако немају друге могућности пласмана, али по каматним стопама које су ниже од централне каматне стопе и од тржишних каматних стопа; стога каматне стопе на овај вид депозита представљају доњу границу, „праг“ каматних стопа Европске централне банке.

„Утврђујући каматне стопе на сталне кредитно – депозитне механизме, Управни савет ефикасно одређује коридор у коме овернајт каматна стопа тржишта новца може функционисати“²⁵⁸. На тај начин, систем каматних стопа Европске

²⁵⁷ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 105.

²⁵⁸ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 100.

централне банке одрђујуће утиче на регулаторну каматну стопу на тржишту новца Еврозоне, која се назива ЕОНИА („овернајт индексни просек“). У досадашњем функционисању Евросистема, он је успшно држао ову регулаторну каматну стопу тржишта новца у границама коридора²⁵⁹.

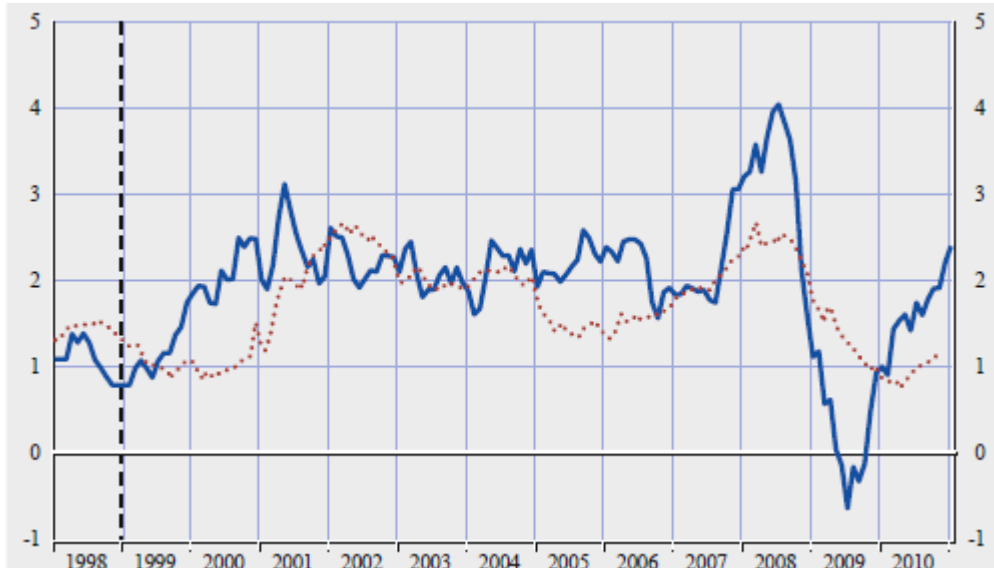
2.4.3. Монетарна политика и тржишна кретања

Монетарна политика Европске централне банке је одговарала на тржишна кретања која су се формирала у досадашњем периоду функционисања монетарне уније и вршила повратни утицај на та кретања, тако да је кретање стабилности цена у Еврозони било резултанта тих међусобних утицаја. То се може видети из кретања инфлације у Еврозони у периоду 1999 – 2010. године. Она је, и поред осцилација у појединим периодима, на средњи рок у просеку била у оквиру граница које је постављао циљ стабилности цена.

Графикон 1.3. *Кретање инфлације у Еврозони, 1999 – 2010. године*

Пуна линија: општи хармонизовани индекс цена (ХИЦП)

Испрекидана линија: хармонизовани индекс цена без хране и енергије



Извор: European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 119.

²⁵⁹ Видети илустрацију у: European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 100.

Као што се може видети из следећег графика (графикон 1.4), на коме је представљен коридор каматних стопа Европске централне банке, са централном (испрекиданом) линијом која представља каматну стопу на главне операције рефинансирања, политика каматних стопа Управног савета пратила је тржишна кретања.

260 <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>.

На основу публикације Европске централне банке о монетарној политици из 2011. године, може се реконструисати кретање каматних стопа у периоду 1999 – 2010. године²⁶¹. Прве каматне стопе, с којима је Евросистем ушао у функционисање, биле су утврђене у висини од 3% за централну стопу, 4,5% за механизам маргиналног кредитирања и 2% за депозитни механизам и оне су у великој мери одражавале кретања у испуњавању критеријума конвергенције држава чланица које су усвојиле евро. До разбуктавања финансијске кризе, крајем 2008. године, централна каматна стопа прилагођавала се кретању инфлаторних притисака, са релативно високим осцилацијама: у октобру 2000. године она је износила 4,75%, у јуну 2001. године била је 2%, али и са периодом мировања од јуна 2001. до децембра 2005. године. Као одговор на повећани обим кредитирања (спорно је да ли је то био одговор и на раст цена финансијске активе, односно формирање шпекулативног мехура, пошто се у анализи Европске централне банке то не спомиње као узрок), централна каматна стопа је подигнута до нивоа од 4,5% у јулу 2008. године. Као одговор на прскење шпекулативног мехура, координираном акцијом са централним банкама развијених земаља, Европске централна банка је у периоду од октобра 2008. до маја 2009. године оштро снизила централну каматну стопу за 325 процентних поена, до нивоа од 1%.

Одлука о каматним стопама Управног савета од 10. марта 2016. године²⁶² утврђује следеће висине главних каматних стопа, које ће важити од 16. марта 2016. године:

- каматна стопа на главне операције рефинансирања: 0,00%;
- каматна стопа на маргинални кредитни механизам: 0,25%;
- каматна стопа на депозитни механизам: -0,40%.

Ове каматне стопе су најниже у историји функционисања Евросистема.

Разматрањем међуодноса тржишних кретања и монетарне политике, може се закључити да је Европска централна банка задржала контролу над инфлацијом у нормативним оквирима „од близу до 2%“, и поред смењивања периода раста, али и

²⁶¹ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 117 – 129.

²⁶² European Central Bank, *Monetary Policy Decisions, Press Release*, 10 March 2016.

оштре контракције, односно кризе привреде Еврозоне. Просечна стопа инфлације, како показују подаци Европске централне банке у марту 2016. године, у периоду 1999 – 2016. године износила је 1,8%²⁶³. Поред тога, оперативни систем имплементације монетарне политике Европске централне банке, као што ће се видети касније, показао се као робустан у примени неконвенционалних мера монетарне политике у периоду кризе, тако да није постојала потреба за његовом променом.

Кредибилна монетарна политика Европске централне банке условила је да се евро прихвата као светски новац, и то у свим функцијама новца: као јединица обрачуна, прометно средство, кредитни новац и средство тезауризације. Европска комисија навела је следеће илустрације значаја евра у међународним економским и финансијским трансакцијама у 2015. години²⁶⁴:

- више од 1/5 светских девизних резерви држи се у еврџ;
- на светским девизним берзама око 33% дневних трансакција укључује евро;
- у емисијама финансијских инструмената на светском тржишту капитала удео емисија изражених у еврџ износи око 40%;
- као средство размене, односно „фактурно средство“, евро стиче све веће упориште не само у трговини других држава са Европском унијом, него и у трговини ван ње; више од 50% увоза у Европску унију фактурисано је у еврџама и више од 65% извоза из ње;
- евро се користи као обрачунска јединица и средство тезауризације, па и (нелегално) средство размене у неким државама ван Еврозоне;
- неке државе „управљају својом домаћом валутом“ везујући је за евро (у облику режима новчаног одбора или везаног курса), тако да евро делује као „номинално сидро“ или референтна валута у тим државама²⁶⁵.

²⁶³ <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.

²⁶⁴ http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/index_en.htm.

²⁶⁵ Видети шире у: European Central Bank, *The International Role of the Euro*, Frankfurt aM, July 2015.

2. 5. Економски и политички карактер монетарне уније

Формирање и функционисање монетарне уније прати низ аналитичких студија које покушавају да објасне кохезионе елементе који омогућавају њено нормално функционисање, а самим тим и стабилност евра као јединствене валуте. Један од праваца анализе посматра монетарну унију као пројекат који има више политички, него економски карактер. На пример, Бодо и Јонунг (Michael D. Bordo, Lars Jonung) наводе: „Европска монетарне унија је створена јаком вољом за политичким јединством, без обзира на бројне `економске` примедбе на тај пројекат. Ова политичка одлучност ће највероватније дизајнирати механизме и институције који ће превазићи недостатке монетарне уније, које Евросистему намеће почетни скуп правила и уговора“²⁶⁶, додајући да је „Европска монетарна унија у основи политички пројекат, који одражава јаку вољу да се евентуално створи политичко јединство унутар Европе“²⁶⁷. Ову констатацију о превласти политичког над економским факторима интеграције аутори заснивају на следећим економским примедбама: 1) одсуство функције кредитора у задњој инстанци као функције Европске централне банке; 2) недостатак централне власти у супервизији финансијског система; 3) нејасне и неконзистентне политичке смернице за Европску централну банку; 4) непостојање централне координације фискалне политике и 5) неоправдано стриктни маастрихтски критеријуми за висину буџетског дефицита и јавног дуга у условима могућег деловања асиметричних шокова.

Да је монетарне унија пре политички, него економски пројекат сматрају и неки други амерички аутори. Мартин Фелдстајн (Martin Feldstein) је сматрао да се користи јединственог тржишта могу остварити и без монетарне уније и да увођење јединственог новца за више политички независних држава има политички циљ, а економске штете. Политички циљ јесте тежња за остваривањем федералне државе, односно преношење центра одлучивања са националних држава на бриселски ниво.

²⁶⁶ Michael D. Bordo and Lars Jonung, *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?*, *NBER Working Paper 7365*, September 1999, стр. 27.

²⁶⁷ Michael D. Bordo and Lars Jonung, *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?*, *NBER Working Paper 7365*, September 1999, стр. 30.

„Јединствен новац и Европска централна банка ће пренети значајну моћ са националних држава на европску централну владу у настајању. Многи ће очекивати да ће ограничења националних фискалних политика и појачана централизација опорезивања убрзо следити...Монетарна унија и јединствен новац биће најјачи могући сигнал да је Европска заједница на сопственом путу да постане јединствена држава“²⁶⁸. Међутим, политичка интеграција коју је уобличио Маастрихтски уговор, сматра Фелдстајн, била би мртва без монетарне интеграције и стога монетарна интеграција има политички карактер²⁶⁹.

С друге стране, Бери Ајхенгрин (Barry Eichengreen) сматра да је Еврозона, као монетарна унија суи генерис творевина, односно „монетарна унија у одсуству политичке уније...Европа има централну банку али не и федералну владу. То није само јасно обележје Европске монетарне уније, него и извор њених највећих изазова. Како може Европска централна банка бити социјално одговорна за своје одлуке у одсуству једног исто тако консеквентног политичког контрагента на нивоу монетарне уније? У одсуству политичке федерације, како фискална политика држава чланица може бити ограничена? Како може монетарна унија радити у одсуству федералне државе са економски консеквентним буџетом, који може пружити стабилизујуће трансфере широм држава чланица?“²⁷⁰ Да ли монетарна унија у Европској унији може бити дугорочно одржива, ако је одговор на претходна питања негативан? Ајхенгринов одговор је да нема историјских одговора на ово питање и да ће развој европске монетарне уније, Евроzone, показати да ли је она стабилна творевина без политичке уније.

„Европска монетарна унија је монетарна унификација, која је проширена на централизовану контролу емисије новца од стране централне банке на нивоу уније, али без политичке унификације. Она се реализује у окружењу дубоке финансијске интеграције између групе држава са веома развијеним тржиштем капитала. Нема

²⁶⁸ Martin Feldstein, The Case Against EMU, *The Economist*, June 13, 1992.

²⁶⁹ Martin Feldstein, The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *NBER Working Paper 6150*, August 1997, стр. 2.

²⁷⁰ Barry Eichengreen, The Sui Generis EMU, *NBER Working Paper 13740*, January 2008, стр. 12

одредаба о изласку и поновном увођењу националних валута. И нема историјских прецендената за било шта од овога²⁷¹.

Не може се порећи политички карактер европске монетарне уније. Она је настала политичким актом, Уговором из Мастрихта и као резултат политичких компромиса држава чланица, са доминантном улогом немачко-француске осовине. О томе говори и еволуција институционалног склопа, у складу са развојем интеграције у економској области, еволуцијом унутрашњег тржишта и новим политичким идејама. Да би се одржала, монетарна унија мора имати флексибилну структуру. Али, тежиште интеграције помера се са акција држава, као основних политичких актера интеграције, на привредну динамику и деловање разних интересних група²⁷², а најзад и на политичке актере – политичке партије и синдикате, до обичних грађана, који свој став према интеграцији изражавају не само на испитивањима јавног мњења, него и на изборима за Европски парламент.

Европска монетарна интеграција је квазифедералног карактера. Федерални елементи присутни су у организацији, функцијама и регулаторним надлежностима Европске централне банке. У фискалној области није присутан фискални федерализам, већ координација фискалних политика држава чланица испољава конфедералне облике.

2. 6. Институционална ограничења монетарне уније

Мешовити, суи генерис карактер монетарне уније - Евроzone проистиче како из институционалног дизајна монетарне интеграције, који је резултат политичких компромиса изражених у оснивачким уговорима, тако из притиска реалних економских процеса интеграције и институционалне еволуције која им се прилагођавала.

²⁷¹ Barry Eichengreen, *The Sui Generis EMU*, *NBER Working Paper 13740*, January 2008, стр. 36 – 37.

²⁷² Видети шире: Simon Hix, *The Political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2005, стр. 208 – 231.

2.6.1. Интерна ограничења: децентрализована економска и фискална политика

Остваривање циљева монетарне интеграције засновано је координацији економских политика држава чланица и Уније, унутрашњем тржишту и заједничкој стратегији за остваривање усвојених циљева. С обзиром на поделу надлежности између Уније и држава чланица, монетарна политика је у искључивој надлежности Уније, док су фискалне политике у надлежности држава чланица. Стога се принцип координације економских политика првенствено односи на фискалну политику, а њен утицај на монетарну интеграцију односи се на уговорну одредбу да државе чланице Уније морају избегавати прекомеран буџетски дефицит (члан 126 Уговора о функционисању Европске уније - ТФЕУ), у ком циљу се државама чланицама које су усвојиле евро прописује и обавеза „координације и надгледања буџетске дисциплине“, као и „прописивање и надгледање смерница економске политике за њих“ (члан 136 ТФЕУ). Новији приступи анализи овом механизму координације фискалних политика дају назив „економско управљање“ (Economic Governance): „`Економско управљање` обично се односи на економски стуб Економске и монетарне уније (ЕМУ) или, простије речено, на заједничка правила која уређују економске политике држава чланица Европске уније“²⁷³.

Двоструки начин одлучивања о кључном „миксу“ инструмената економске политике, монетарној и фискалној политици, у економским анализама узима се као кључни недостатак монетарне интеграције Европске уније. Он је, међутим, на постојећем степену развитка интеграције био једино могуће решење, али је у заснивању процедуре координације, установљене оснивачким уговорима и секундарним законодавством, покушано да се у што је могућој мери више оствари ефикасно деловање механизма координације економских политика политика у циљу повећања запослености, економског раста и конкурентности привреда, уз вођење рачуна о стабилности цена и буџетској и платнобилансној равнотежи.

²⁷³ Sergio De la Parra, *The two pack on economic governance: an initial analysis*, European Trade Union Institute, Brussels, 2013, стр. 7.

Овакав институционални аранжман разумљив је у специфичној уставној конструкцији Европске уније, у којој је буџет Уније ограничен у изворима и скроман по обиму, тако да не омогућава интервенције које су нормалне у пракси савремених држава, било да је реч о интервенцијама које се односе на отклањање тржишних дисторзија, било на интервенције у контексту социјалне одговорности. С друге стране, ако су се државе чланице одрекле једног инструмента економске политике преносом на институције Уније, губећи контролу над монетарном политиком, морале су задржати други инструмент, настојећи да фискалном политиком адекватно реагују на циклично кретање привреда и на екстерне шокове. Деловање фискалне политике као аутоматског стабилизатора не омогућава нити обим буџета Европске уније, нити државе чланице (посебно Немачка) прихватају да се у оквиру Уније конституише било какав трансферни механизам, који би аутоматски усмеравао трансфере (социјална давања) у државе чланице погођене екстерним шоком (кризом) а повећавао порезе у држави чланици у којој привредна активност расте (проблем тзв. „трансферне уније“).

У процесу усвајања Уговора о Европској унији (Мастрихтски уговор), 1992. године, усвојено је решење о координацији фискалних политика, мада је било предлога да се у структуру Економске и монетарне уније унесе и посебно министарство финансија, које би било задужено за вођење фискалне политике Уније. Пошто такав облик централизације није прихваћен, усвојено је решење о координацији као посебном облику управљања (Governance) фискалним огранком Економске и монетарне уније. Координацијом фискалне политике се остварује неколико циљева монетарне интеграције.

Прво, спречава се ефекат преливања негативних ефеката фискалне политике појединих држава чланица на целину интеграције. Креирање буџетског дефицита може бити један од таквих ефеката. Он може бити покривен било смањењем расхода државе, било повећањем буџетских (пореских) прихода или инфлаторним финансирањем (опорезивањем новчане имовине) или акумулисан у облику јавног дуга емисијом државних хартија од вредности (обвезница). Његове границе су платежна моћ грађана, инфлаторни притисак и спремност финансијског тржишта да прихвати ризик неликвидности државе емитента јавног дуга. У условима

монетарне интеграције, за покриће буџетског дефицита држава се не може користити емисијом новца (пошто користи „туђи новац“, евро) пошто је емисија монополисана од стране Европске централне банке, али може користити механизам емисије сувереног дуга. Уколико је дефицит висок, финансијско тржиште може повећавати премију на ризик државе емитента до нивоа у којој терет отплата камата на њен дуг постаје неодржив и она долази у зону инсолвентности, а у крајњој линији банкротира²⁷⁴. У условима повезаности држава чланица у монетарној интеграцији, то може изазвати ефекат „финансијске заразе“ (енгл. Contagion), односно прелити неповерење финансијског тржишта и на друге државе чланице, повећавајући цену њиховог сувереног дуга до нивоа (не)одрживости.

Друго, постоји уграђена „склоност ка дефициту“ у пракси управљања буџетом од стране изабраних влада. Ова склоност је везана за тзв. политичке пословне циклусе. Пре почетка новог изборног циклуса, владе су склоне да воде експанзивну фискалну политику, како би привремено подигле стандард становништва и на тај начин обезбедиле поновни избор; такво понашање има за резултат повећани буџетски дефицит. Уколико буде формирана нова влада, она ће на почетку мандата предузети рестриктивнију буџетску политику, како би смањила негативно дејство буџетског дефицита, али ће на крају мандата применити исту тактику као и претходна влада. Привреда се стога налази у цикличном кретању и с једне стране, врши притисак ка адаптирајућој монетарној политици Европске централне банке (тражи каматне стопе које одговарају одређеној фази циклуса), а са друге стране може изазвати преливање кризе буџетског дефицита на друге државе чланице.

Треће, прекомерно државно трошење у појединим државама чланицама може утицати на смањење конкурентности привреде те земље, пошто ствара притисак на раст цена и надница. То има за последицу повећање дефицита платног биланса и, у условима смањења прилива иностраног инвестиционог капитала, смањене стопе раста и притисак на емисију јавног - сувереног дуга, уз погоршање кредитног рејтинга земље на финансијском тржишту. У таквим условима, јавни дуг

²⁷⁴ О ризику банкрота државе чланице у Економској и монетарној унији видети: Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford 2014, стр. 217.

државе чланице може постати неодржив: стално растући однос дуга и бруто друштвеног производа земље доводи до немогућности отплате дуга и води државу у банкрот. Неодрживост јавног дуга настаје уколико је разлика између висине ефективне каматне стопе на јавни дуг (r) и номиналне стопе раста бруто друштвеног производа (g) позитивна: у том случају, “постоји динамика која води ка све већем расту стопе дуг/бруто друштвени производ”²⁷⁵.

Четврто, емисија сувереног дуга државе чланице може довести до повећања реалних каматних стопа на читавом интегрисаном тржишту, што има за последицу успоравање инвестиција и неостваривање циљева повећања запослености.

Пето, у монетарној интеграцији, која је заснована на унутрашњем тржишту на коме постоји потпуна слобода кретања капитала, економски субјекти ће вршити „пореску арбитражу“, односно премештати своју привредну активност у државе чланице са најповољнијим пореским третманом, што може за последицу имати смањивање реалне конвергенције држава чланица, супротно једном од основних циљева интеграције.

Због наведених околности, нужно је да се у условима монетарне уније успостави систем правила које ће олакшати координацију фискалних политика држава чланица. Поштовање ових правила има и дубљу теоријску основу, везану за дилему о „дискрецији насупротив правилима“ у понашању носилаца фискалне политике. Теорија рационалних очекивања формулисала је постулат о неефикасности дискреционе економске политике. Економски субјекти прилагођавају се изненадним променама у монетарној и фискалној политици и оне на дужи рок постају неефикасне. Због тога је за економску стабилност важно да носиоци економске политике буду ограничени правилима понашања, која су им или наметнута законима (укључив и устав) или су их добровољно прихватили. Механизми фискалне координације у Економској и монетарној унији су такав тип правила, која иду од Пакта стабилности и раста (пре тога у критеријумима

²⁷⁵ Paul De Grauwe, Greece is solvent but illiquid: Policy Implications, *VOX CEPR's Policy Portal*, 03 July 2015. Видети о оптималном нивоу јавног дуга: Mike Artis and Frederick Nixon, eds., *The Economics of the European Union – Policy and Analysis*, Oxford University Press, Oxford, 2007, стр. 286. О одрживости јавног дуга видети и : Paul De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 205. Такође: European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland, *European Economy Occasional papers*, 76, February 2011, стр. 30.

конвергенције), а имају свој крајњи израз у Фискалном пакту, закљученом 2. марта 2012. године, у коме су државе потписнице (чланице Еврозоне и неке друге државе чланице Европске уније) преузеле обавезу да „правило уравнотеженог буџета“ уграде у своја уставна документа.

Имајући у виду могуће ефекте преливања која има уграђене „склоности ка дефициту“ носилаца фискалних политика у државама чланицама, у оснивачким уговорима су уграђена, поред одредбе о избегавању прекомерног дефицита, и још два основна правила која се морају поштовати на нивоу Европске уније: забрана монетарног финансирања и забрана санације државе чланице која је несолвентна. С друге стране, постављена су и оштра буџетска правила „уласку“ у зону евра, односно прихватања евра као јединствене валуте од стране држава чланица, као и исто толико строга правила о поштовању буџетске дисциплине држава чланица у Економској и монетарној унији. Досадашња пракса и кризе које су се јавиле у функционисању фискалне функције монетарне интеграције довеле су до модификација институционалног оквира, тако да је он данас веома сложен и представља својеврсну мешавину комунитарног и међудржавног регулисања. Практика монетарне интеграције показује, такође, да корективни фактор фискалних политика представља финансијско тржиште, са својим правилима и интуицијом тржишних актера – инвеститора, посебно када је реч о одрживости јавног дуга држава чланица.

2.6.1.1. Институционални оквир фискалне функције

Фискална правила које садрже оснивачки уговори Европске уније усмерена су на подршку реализацији монетарне политике и спречавању преливања негативних ефеката могуће несолвентности (и банкротства) држава чланица. Европској централној банци забрањено је финансирање институција и органа држава чланица и локалних органа власти, као и институција, органа, служби и агенција Европске уније, као и куповина обвезница које су емитовала ова тела на

примарном финансијском тржишту²⁷⁶. На тај начин, (поред одредбе из оснивачких уговора којим се забрањује Европској централној банци да прима инструкције од институција држава чланица и Уније, а овим телима да од Европске централне банке траже испуњавање инструкција) обезбеђена је институционална независност Европске централне банке и подигнут „заштитни зид“ од утицаја фискалне политике, односно спречена је тзв. монетизација јавног дуга и инфлаторни притисак емисије на стабилност цена на унутрашњем тржишту Уније.

Ефекат преливања несолвентности држава чланица на финансијско тржиште Уније и његов утицај на монетарну политику отклањају одредбе оснивачких уговора преко тзв. „клаузуле несанације“ (енгл. No Bail-Out Clause) државе чланице која је несолвентна. По тој клаузули, Европска унија и држава чланица не могу бити одговорне нити преузети обавезе друге државе чланице и њених нижих органа власти и јавних установа²⁷⁷. То значи да Унија и друге државе чланице не могу санирати државу чланицу која је постала несолвентна нити јој одобравати било какву помоћ, сем оне која је на основу начела солидарности усмерена на отклањање последица природних непогода или других непредвиђених околности ван утицаја државе чланице²⁷⁸.

Да би се спречило настајање прекомерног дефицита, који за последицу има несолвентност државе чланице, оснивачки уговори утврђују обавезу држава чланица да избегавају формирање таквог дефицита, а протокол уз оснивачке уговоре о процедури прекомерног дефицита одређује референтне величине буџетског дефицита и јавног дуга за које се има сматрати да представљају горње границе изнад којих буџетски дефицит и јавни дуг постају прекомерни²⁷⁹. Оснивачки уговори постављају границе буџетском дефициту и јавном дугу као услову за испуњавање критеријума конвергенције, који су услов за прихватање евра од стране држава чланица које још нису прихватиле евро (тзв. „државе са

²⁷⁶ Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/99, 26.10.2012, члан 123.

²⁷⁷ Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/99, 26.10.2012, члан 125.

²⁷⁸ Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/99, 26.10.2012, члан 122.

²⁷⁹ Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/99, 26.10.2012, члан 126. Protocol (No 12) On the Excessive Deficit Procedure.

изузећем“), подразумевајући под одрживом финансијском позицијом државе чланице са изузећем да је њена буџетска позиција без дефицита који се сматра изузетним у складу са одговарајућим чланом оснивачких уговора који регулише прекомерни дефицит²⁸⁰. Према наведеним одредбама, референтна вредност буџетског дефицита износи 3% бруто друштвеног производа, а јавног дуга је 60% бруто друштвеног производа.

Поред одредаба Маастрихтског уговора и међудржавни уговор чланица Европске уније, Пакт стабилности и раста, закључен у Амстердаму 1997. године, установио је обавезу држава чланица да своје буџете одржавају „близу равнотеже или вишка“. Његова полазна премиса је неопходност остваривања циљева уравнотеженог буџета држава чланица, како би се омогућила стабилност цена и поставила основа за економски раст. Успостављање везе уравнотеженог буџета и економског раста је на први поглед контрадикторно и противречи основном кејнзијанском приступу експанзивној фискалној политици као генератору раста. Међутим, новија истраживања успостављају строгу позитивну корелацију између буџетског вишка и економског раста²⁸¹. Пакт, међутим, не треба посматрати самостално, као скуп процедура који треба да доведе до буџетске равнотеже по себи; он се мора посматрати у контексту монетарне интеграције Европске уније, пошто је требало да буде у функцији одржавања стабилности евра као јединствене валуте.

Пакт стабилности и раста у регулисању буџетске дисциплине користи се како превенцијом, тако и спречавањем па и дисциплиновањем држава чланица путем новчаних санкција. Он се састоји из Резолуције Европског савета (од 17. јуна 1997. године) и две уредбе Савета: прва се односи на надзор буџетских позиција и надзор и координацију економских политика, а друга на убрзање и разјашњење процедуре прекомерног дефицита²⁸². Пакт је донет на инсистирање Немачке, која

²⁸⁰ Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/99, 26.10.2012, члан 140. Protocol (No 13) On the Convergence Criteria

²⁸¹ Mike Artis and Frederick, eds., *The Economics of the European Union – Policy and Analysis*, Oxford University Press, Oxford, 2007, стр. 283.

²⁸² Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, Amsterdam European Council, 16 and 17 JUNE 1997, <http://www.consilium.europa.eu/en/european-council/conclusions/1993-2003/> ; Council Regulation (EC) No 1467/97 of 7 July 1997 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, *Official Journal of the European Communities* , No L 209/6, 2 . 8 . 97;

се бојала инфлаторних притисака и притисака за креирањем трансферне уније који би били последица неодговорне буџетске политике држава чланица после усвајања евра као јединствене валуте; постојала је опасност да државе чланице разним облицима рачуноводствених поступака остваре критеријуме конвергенције, а да се после усвајања евра врате економској политици која не поштује интересе целине интеграције. Немачка је такође предлагала да казне за непоштовање буџетске дисциплине буду аутоматске, док је Француска захтевала да оне буду дискреционе, односно да зависе од оцене Савета да ли постоји прекомерни буџетски дефицит у некој од држава чланица Уније²⁸³.

Одредбе Пакта стабилности и раста прецизирају решења из оснивачких уговора о прекомерном дефициту (члан 126 Уговора о функционисању Европске уније) у погледу рокова и динамике изрицања дисциплинских мера, као и висине казне за непоштовање буџетске дисциплине. Остваривање буџета који је „близак равнотежи са могућим вишком“ полази од хипотезе да он може држави чланици да „омогући да управља нормалним цикличним флукуацијама уколико одржава буџетски дефицит у оквиру референтне вредности од 3% бруто друштвеног производа“²⁸⁴. У сврху надзора над буџетском позицијом држава чланица и контроле и координације њихове економске политике, државе чланице сврстане су у две групе: партиципирајуће државе чланице су оне које су прихватиле евро као заједничку валуту, што показује да су оствариле „високи степен одрживе конвергенције и посебно одрживу финансијску позицију државе“. Не-партиципирајуће државе чланице треба да „следе политике које имају за циљ да остваре висок степен одрживе конвергенције“, односно то су државе са изузећем из монетарне интеграције. Као део мултилатералног програма надзора, усмереног на превенцију формирања прекомерног дефицита, прве подносе Комисији и Савету стабилизационе програме, а друге програме конвергенције.

Council Regulation (EC) No 1466/97 of 7 July 1997 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, *Official Journal of the European Communities*, No L 209/ 1, 2 . 8 . 97.

²⁸³ Ian Bache and Stephen George, *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, oxford, 2006, стр. 439.

²⁸⁴ Council Regulation (EC) No 1466/97 of 7 July 1997 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, *Official Journal of the European Communities*, No L 209/ 1, 2 . 8 . 97.

Програми стабилизације односно конвергенције садрже средњерочне буџетске циљеве које поставља држава чланица уз узимање у обзир стратешких смерница које поставља Савет, са мерама које би требало да доведу до његовог остваривања. Програме анализирају Комисија и Економски и финансијски комитет са становишта усклађености са општим циљевима економске политике Европске уније, а Савет даје своје мишљење и указује државама чланицама на могућност корекције циљева. Ова активност усмеравања, контроле и корекције буџетских циљева, односно механизам „мултилатералног надгледања“ (члан 126. Уговора о функционисању Европске уније) реализује се у првој половини календарске године. Савет прати реализацију буџетских циљева и ако уочи значајна одступања у процесу прилагођавања, која воде ка креирању изузетног дефицита, упућује препоруку држави чланици да прилагоди буџетску политику, како би се спречило да се тај дефицит оствари; то представља „механизам раног упозорења“ државе чланице (из члана 121. Уговора о функционисању Европске уније). Уколико Савет утврди да и даље постоје одступања од усвојених циљева или да се услови погоршавају, налаже држави чланици да предузме корективне мере и ту препоруку јавно објављује. Разумљиво је да овај публицитет представља својеврсну санкцију држави чланици, пошто финансијско тржиште може реаговати на повећани ризик и захтевати више каматне стопе на обвезнице државе која не оствари усвојене циљеве буџетске политике.

Други скуп процедура Пакта стабилности и раста односи се на корекцију прекомерног буџетског дефицита²⁸⁵. Кроз њих се појашњавају и убрзавају поступци које садрже одредбе оснивачких уговора о прекомерном дефициту (члан 126. Уговора о функционисању Европске уније). Прекомеран је дефицит који превазилази референтну величину од 3% бруто друштвеног производа државе чланице (сем ако није настао као резултат непредвиђених околности ван контроле државе чланице а утиче на њену буџетску позицију, као и ако је бруто друштвени производ смањен више од 2% на годишњем нивоу или је дефицит резултат смањене привредне активности у дужем периоду. У овим случајевима, дефицит се

²⁸⁵ Council Regulation (EC) No 1467/97 of 7 July 1997 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, *Official Journal of the European Communities* , No L 209/6, 2 . 8 . 97.

сматра за изузетан и привремен и не примењује се механизам за његово отклањање и санкционисање). Постојање прекомерног дефицита утврђује Савет (квалификованом већином) најкасније три месеца пошто га Комисија извести о томе и на основу мишљења Економског и финансијског комитета.

Пошто Савет утврди постојање прекомерног дефицита, процедуре захтевају серију интеракција између Савета и државе чланице која је остварила прекомерни дефицит, које могу да трају и до две године и могу да се заврше или изрицањем санкција или обустављањем поступка, ако је држава чланица извршила корекцију прекомерног дефицита. Пошто је ова процедура измењена у погледу рокова изменама Пакта из 2005. године, представиће се рокови који одговарају измењеној процедури.

На бази препоруке Савета, држава чланица у року од шест месеци треба да предузме мере за корекцију прекомерног дефицита, који мора бити потпуно отклоњен у току следеће године од дана идентификације, уз захтев да минимално годишње побољшање треба да буде 0,5% бруто друштвеног производа. Ако држава чланица поступа по препоруци, али се десе неповољне околности које имају утицај на буџетску позицију, Савет јој упућује ревидирану препоруку. Ако у року од наредних шест месеци држава чланица не предузме акције на отклањању прекомерног дефицита, Савет јавно објављује препоруку, а после два додатна месеца, Савет упућује опомену држави чланици да предузме мере и отклони прекомерни дефицит. Ако мере изостану, у року од четири месеца, Савет изриче казну држави чланици са прекомерним дефицитом. У изменама из 2005. године изричито се наводи да уколико држава чланица која учествује у јединственој валути пропусти да поступа по сукцесивним одлукама Савета, одлука Савета да наметне санкције (у складу са чланом 104, тачка 11 Уговора о функционисању Европске уније) биће донета у року од 16 месеци од дана извештаја Комисије о постојању прекомерног дефицита (Савет одлучује о постојању прекомерног дефицита у року од 4 месеца од подношења извештаја Комисије; у периоду од 6 месеци држава чланица треба да предузме ефективне мере на отклањању дефицита; ако нема акције, у року од 2 месеца Савет упућује опомену која треба да доведе до корекције дефицита државе чланице у року од 4 месеца).

Опомена и казна не изричу се држави чланици која није и чланица Ероzone (члан 139 Уговора о функционисању Европске уније).

Санкције почињу са обавезом државе чланице да депонује фиксни износ - некаматни депозит код Комисије у износу од 0,2% бруто друштвеног производа и променљиви износ једнак 1/10 део разлике између буџетског дефицита као процента бруто друштвеног производа претходне године и референтне величине од 3%. Појачавање санкција у наредној години подразумева додатни депозит од 1/10 поменуте разлике. Укупан износ депозита не може годишње прећи 0,50% бруто друштвеног производа државе чланице. Депозит се претвара у новчану казну ако ни после две године од утврђивања постојања прекомерног дефицита држава чланица исти не коригује. Износ казне дистрибуира се другим државама чланицама Ероzone које нису забележиле прекомерни дефицит. Процедура за отклањање прекомерног дефицита може бити у застоју, ако држава почне да испуњава захтеве из препорука и опомена Савета.

Јавни дуг, као изведена категорија буџетског дефицита (акумулисани буџетски дефицит) није био предмет подробног регулисања у секундарном законодавству Европске уније све до избијања кризе сувереног дуга.

2.6.2. Екстерна ограничења: тржишни шокови

Ограничења монетарне интеграције, која произлилазе из институционалне структуре монетарне уније, изражавају утицај политичких фактора који су је уобличили. Међутим, на процес монетарне интеграције утицали су и утичу фундаментална ограничења, која су резултат структурних проблема с којима се монетарна унија суочила, али нису решена у процесу њеног конституисања, већ је остављено да у интеракцији тржишта и институција они буду решени. То су ограничења оптималне валутне области, која су анализирана за целину економске интеграције, односно Европске уније. Уколико ендогени процеси не доведу до оставривања критеријума оптималне валутне области у Ерозони, она ће се суочити са тржишним шоковима, које монетарне политика не може ублажити и то

ће угрозити функционисање јединствене валуте, евра. Да ли се Еврозона креће у правцу испуњавању тих услова?

Када је реч о питању да ли је Еврозона оптимална валутна зона, мишљења су подељена. То питање може бити и академско и ирелевантно, пошто су државе чланице већ формирале монетарну унију и усвојиле јединствену валуту, евро. Такође, као што ће се касније видети, усвајање евра сматра се за неповратан процес, тако да ако чак нека држава чланица Евроzone и изгуби неко својство које је карактерише као део оптималне валутне области, она неће бити искључена из Евроzone. Најзад, ендогени процеси везани за егзистенцију Економске и монетарне уније лакше се остварују у условима постојања јединствене валуте, а проблеми функционисања и начини њиховог решавања могу подизати свест о потреби даље политичке интеграције као крајњем циљу монетарне интеграције.

Истраживања карактера Евроzone као оптималне валутне области иду у неколико праваца:

- какав је карактер екстерног шока коме су изложене државе чланице Евроzone, асиметрични или симетрични?;
- да ли монетарна интеграција повећава међусобну трговину и уједначава цене;
- оцена степена диверзификације привреда држава чланица Евроzone и декомпозиција шокова на специфичне за привреду у целини или за посебне индустрије;
- оцена степена интеграције тржишта капитала;
- да ли је могуће остварити пожељни степен фискалних трансфера?;
- колики је степен мобилности рада, као и колико су тржишта рада флексибилна, да стимулишу мобилност рада између држава чланица?

Истраживања која су пратила развој трговинских односа унутар Евроzone закључила су да се, и поред веома кратке временске серије, може утврдити њен значајан раст. Процена стопа раста зависи од узорка, методологије и временског периода анализе и стога су резултати хетерогени: стопе раста крећу се у распону од 70 – 120%, до 40% - 50% по земљама и индустријским секторима, мада има и радова који раст у „креирању“ трговине,

под утицајем Економске и монетарне уније процењују у распону од 4% до 10%; интра-индустријски раст трговине процењивао се на распон од 21% до 108%²⁸⁶. У сваком случају, утврђен је тренд раста међусобне трговине држава чланица Еврозоне, односно раст отворености интеграционих привреда. Када је реч о кретању цена, запажен је тренд смањивања цена до почетка монетарне интеграције, али не и после усвајања јединствене валуте. Разлике у нивоу цена идентичних производа још увек постоје (неке од њих су последица тзв. ефекта границе), као што постоје и инфлаторни притисци у различитим државама чланицама (због разлике у стопама продуктивности, деловања тзв. Баласа – Семјуелсоновог ефекта, али и због ефеката самосталне фискалне и буџетке политике држава чланица).

Интеграција финансијског тржишта омогућава неутрализацију ефеката екстерних шокова узајамним „осигурањем“ инвеститора различитих држава, кроз преливање дохотка од портфолио диверзификације у оквиру Еврозоне. Тржиште је интегрисано ако потенцијални тржишни учесници имају следеће заједничке карактеристике:

- сусрећу се са скупом истих правила када одлуче да послују са одређеним финансијским инструментом или користе финансијску услугу;
- имају једнак приступ истом сету финансијских инструмената/услуга;
- третирају се једнако када послују на тржишту²⁸⁷.

Интеграција финансијског тржишта Еврозоне различитог је степена, зависно од тржишних сегмената и степена реформи у одговарајућем сегменту јединственог тржишта. Либерализација кретања капитала (1988. године) и Акциони план за развитак финансијских услуга (1999. године) и касније реформе, поставили су основу за развој јединственог финансијског тржишта Европске уније и Еврозоне. Највиши степен интеграције остварен је на тржишту новца, као последица монетарне регулације Европске централне банке, а најнижи степен интеграције је на тржишту банкарских кредита

²⁸⁶ Paul de Grauwe and Francesco Paolo Mongelli, Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Bg Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Papers Series*, No. 468, April 2005, стр. 16.

²⁸⁷ Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. and Monnet, C., Measuring Financial Integration in the Euro Area, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 14, 2004.

становништву²⁸⁸. Преглед инеграције сегмената финансијског тржишта Еврозоне пре финансијске кризе илуструје следећа табела:

Табела 1.1. *Интеграција финансијског тржишта Европске уније/Еврозоне*

<i>Сегмент тржишта</i>	<i>Степен инеграције</i>
Тржиште новца	Висок степен интеграције
Тржиште државних обвезница	Значајан степен инеграције
Тржиште обвезница предузећа	Значајан степен интеграције
Тржиште акција	Растућа интеграција
Међубанкарско тржиште	Растућа интеграција
Активност на банкарском тржишту	Растућа интеграција
Послови са становништвом банака	Фрагментисана интеграција

Извор: High-Level Group on Financial Supervision in the EU (De Larosiere Group), *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 72.

До кризе сувереног дуга Еврозоне, 2010 – 2015, остварен је и висок степен интеграције на тржишту дугорочних државних обвезница. Фактори који су допринели тој интеграцији били су колективна перцепција смањеног ризика банкротства држава чланица, регулаторни пропусти у одређивању нивоа капитала банака, али и тзв. зачарани круг односа банака и држава у Еврозони.

Имајући у виду кретања на финансијском тржишту Еврозоне, може се извести следећи закључак: „Нема сумње да је овај прогрес, нарочито на тржишту новца и обвезница, остварен захваљујући увођењу евра. Али,

²⁸⁸ Daniel Stavarek and Iveta Repkova and Katarina Gajdosova, Theory of Financial integration and achievements in the European Union, *Munich Personal RePEc Archive*, 15. July 2011.

Еврозона је далеко од униформног финансијског тржишта²⁸⁹. И поред тога што је постављен регулаторни оквир јединственог финансијског тржишта Европске уније, односно Евроzone²⁹⁰.

Симетрија пословних циклуса у државама чланицама Евроzone повећана је после креирања ове монетарне интеграције, пошто је порасла интер-индустријска трговина, која смањује националну специјализацију. Стога шокови који погађају поједине индустрије постају заједнички шокови и брже се шире унутар интеграционих држава, што олакшава њихово апсорбовање²⁹¹.

Фискална компонента Економске и монетарне уније не предвиђа никакав облик „трансферне уније“, односно могућност апсорбовања екстерних шокова трансфером средстава посредством централизованог механизма (буџета) у функцији аутоматских стабилизатора. Отпор појединих држава чланица таквом механизму испољен је нарочито у периоду кризе сувереног дуга Евроzone. Механизми, који су током кризе активирани за њено сузбијање, били су строго контролисани да не би долазило до преливања средстава између држава чланица преко институција Уније и Евроzone. Чак је и акција Европске централне банке на стабилизовању финансијског тржишта била оспорена (пред Европским судом правде) са аргументацијом да представља облик фискалног трансфера, о чему је било речи.

Најзад, кључни аспект мобилности рада није повећан у Еврозони после увођења евра. Још увек се разликују националне стопе незапослености у државама чланицама Економске и монетарне уније. Реформе тржишта рада, у правцу ослобађања и својеврсне принуде радника на мобилност (као што је смањивање права запослених, смањење накнаде незапосленима, и др), увођење елемената социјалне заштите радника на нивоу Европске уније (право на пренос пензија, остваривање здравствене заштите и др), нису довели до значајније мобилности између држава. Токови кретања рада нису значајнији ни на линији

²⁸⁹ Paul de Grauwe and Francesco Paolo Mongelli, Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Bg Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Papers Series*, No. 468, April 2005, стр. 22.

²⁹⁰ Видети шире у: Ратко Радосављевић и Бранко Васиљевић, *Финансијска интеграција Европске уније и финансијско тржиште Србије*, Завет, Београд, 2014, стр. 219 – 260.

²⁹¹ Paul de Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, стр. 23 – 24.

неразвијен југ – развијени север (остаје да се виде ефекти „принудних“ мера на реорганизацији тржишта рада у презадуженим државама чланицама, као услова за добијање санационе помоћи, пошто се санационе мере у овим државама у великој мери преламају преко тржишта рада). Изостаје, међутим, и значајније кретање рада у оквиру интра-индустријских области, које би требало да имају „резервоар“ рада специјализованог за одређене индустријске гране (кретање ка доминантном учешћу услуга у друштвеном бруто производу потенцијално ослобађа велики обим рада из индустрије; вероватно их тржиште услуга у националним оквирима апсорбује). Разлози немобилности рада могу бити, као и у случају Европске уније као целине, социо-културне и језичке баријере, начин живота, али и административне препреке мобилности, и др²⁹².

Утицај криза на тржиште рада у Еврозони био је значајан, и открива неке могуће изворе мобилности рада у оквиру ове монетарне интеграције у будућности.

У периоду 2008 – 2013. године, стопа незапосленост у Еврозони порасла је са 7,3% на 12%; пет милиона људи изгубило је посао²⁹³. Криза је нарочито погодила запосленост у индустријском сектору и грађевинарству, а фискална консолидација у појединим државама чланицама имала је утицај на смањење запослености и у јавном сектору. Посебно је порасла незапосленост неквалификованих радника и младе популације; незапосленост младих (испод 25 година) порасла је у посматраном периоду са 15,4% на око 24%, а у неким државама Еврозоне раст је био и виши – у 2013. години стопа незапослености младих у Шпанији је износила 56%, а у Грчкој 59%. Значајно је порасла дугорочна стопа незапослености (крајем 2013. године, сток дугорочно незапослених износио је преко 6% укупне радне снаге у Еврозони)²⁹⁴.

Анализа тржишта рада Еврозоне показује раст неподударности у понуди и тражњи образовних профила радника. Другим речима, траже се високо

²⁹² European Commission, *Mario Monti Report: A New Strategy for the Single Market*, 9 May 2010, стр. 38 – 41.

²⁹³ European Central Bank, *The Impact of the Economic Crisis on Euro Area Labour Markets*, *Monthly Bulletin*, October 2014, стр. 49 – 68.

²⁹⁴ European Central Bank, *The Impact of the Economic Crisis on Euro Area Labour Markets*, *Monthly Bulletin*, October 2014, стр. 55, 58.

образовани кадрови, а нуде неквалификовани. „Изгледа да је несразмера (геп) већа на регионалном него на унутар-државном нивоу, што сугерише да би бар део овог јаког неподударања у квалификацијама на нивоу Еврозоне могао бити значајно олакшан кроз регионалну мобилност рада“²⁹⁵.

Наведена анализа показује да би извори мобилности рада у Еврозони у будућности могли бити млади, високо-образовани радницим, а да ће индустријски сектор имати мобилну „резервну армију рада“, чији ће обим зависити од могућности апсорпције сектора услуга и обима дугорочне незапослености.

У закључку се може рећи да су у Еврозони, као облику монетарне интеграције заснованом на јединственој валути, еврџ, активирани ендогене тенденције оптималне валутне области, које ће је уобличити у оптималну валутну област уколико се даљим реформама Економске и монетарне уније оствари фискална интеграција, као и потенцијална политичка интеграција.

2.6.3. Економска ограничења: конкурентност држава чланица

Монетарна интеграција у оквиру Европске уније треба да пружи монетарни оквир за економски раст држава чланица и постепену конвергенцију њихове економске структуре. Процес реалне конвергенције привреда држава чланица Еврозоне мора стајати у основи монетарне интеграције, уколико она треба да буде дугорочна и уколико се не желе активирати центрипеталне силе, које се могу формирати услед политичких, националних и социјалних незадовољстава у оквиру монетарне уније, али и шире, у оквиру економске уније.

Конкурентност држава мери се односом јединичних трошкова рада у тој држави у односу на друге; што су нижи јединични трошкови рада, држава поседује већу конкурентност на светском тржишту (улази у конкуренцију са нижим ценама). У Еврозони је присутна велика разлика у конкурентности држава чланица. Државе чланице које је најтеже погодила криза, у односу на Немачку, периоду 2000 – 2010.

²⁹⁵ European Central Bank, The Impact of the Economic Crisis on Euro Area Labour Markets, *Monthly Bulletin*, October 2014, стр. 63.

године изгубили су конкурентност за 25 -30%²⁹⁶. Разлози повећаног јаза су, с једне стране, снижавање трошкова рада Немачкој а, са друге стране, нижи раст продуктивности у кризним државама Еврозоне у односу на раст надница. Додатни фактор је снажан раст тражње у кризним државама, који је довео до пораста надница и цена у овим државама. У посткризном периоду, захваљујући мерама прилагођавања углавном надница, кризне државе чланице повратиле су део своје конкурентности²⁹⁷.

Монетарна унија мора на дужи рок остварити реалну конвергенцију приведа држава чланица, у функцији равномерније трансмисије импулса монетарне политике.

Реална конвергенција означава „процес којим привреде са ниским дохотком на дугорочној основи достижу ниво бруто друштвеног производа привреда са високим дохотком“²⁹⁸. Реална конвергенција, обично означена као „бета конвергенција“, остварује се онда када држава са нижим нивоом дохотка бележи више стопе раста од државе са вишим нивоом дохотка и мери се односом њихових пер capita бруто друштвених производа изражених кроз паритете куповних моћи. Овај однос истовремено мери и реалне девизне курсеве држава и индикатор је њихове конкурентности на јединственом тржишту. Главни покретач реалне конвергенције је раст продуктивности (укупна факторска продуктивност, која показује ефикасност коришћења рада и капитала). На конкурентску способност, поред тога, утичу и разлике у стопама инфлације у различитим државама. У условима монетарне интеграције, као што је раније поменуто, одржавају се разлике у националним стопама инфлације, које су резултат разлика у продуктивности, као и процеса „достизања“, о коме је овде реч; али те разлике се на дужи рок изједначавају.

Почетак функционисања монетарне уније био је праћен деценијским напором држава чланица да испуне критеријуме номиналне конвергенције. У том

²⁹⁶ Daniel Gross, Adjustment within the Euro Area: Is it all about competitiveness?, *CEPS Special Report*, No. 127 / January 2016, стр.5.

²⁹⁷ European Commission, Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 4, No. 14, Special Edition (2015), *European Economy Institutional Paper 016*, January 2016, стр. 20.

²⁹⁸ European Central Bank, Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, *ECB Economic Bulletin*, Issue 5 / 2015, стр. 30.

процесу, међутим, није остварен помак у реалној конвергенцији привреда држава чланица²⁹⁹.

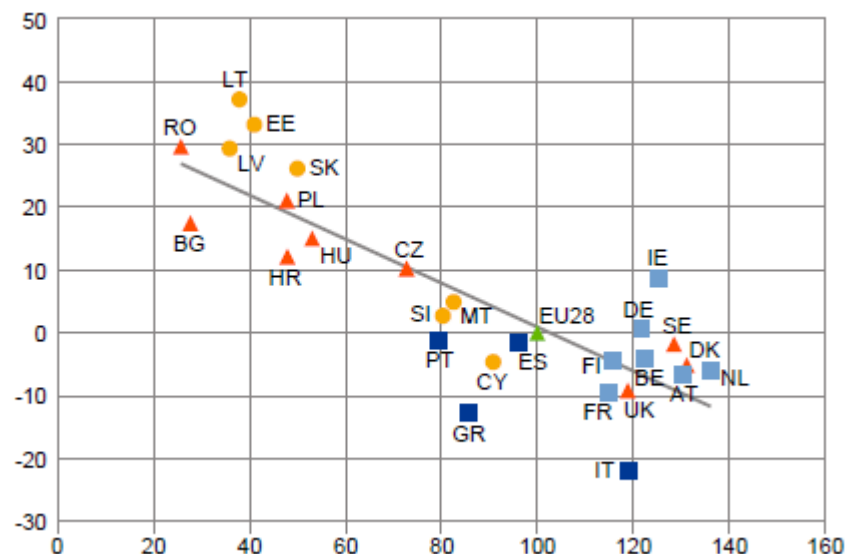
Монетарна интеграција и увођење евра као јединствене валуте требало је да дају подстицај процесу реалне конвергенције у Еврозони. Смањење ризичности инвестирања, могућности прилива капитала у мање развијене привреде уз коришћење предности јединственог тржишта, кохезиона политика (коришћење структурних фондова и Кохезионог фонда), требало је допринесе вишем привредном расту држава са нижим нивоом дохотка. То би омогућило равномернији утицај јединствене монетарне политике и притиске на Европску централну банку да прилагођава каматне стопе различитим националним интересима. Међутим, резултати реалне конвергенције од почетка функционисања монетарне уније до данас су противречни. На следећем графикону представљен је раст бруто друштвеног производа по глави становника у Европској унији, који показује место држава чланица у релативном кретању конвергенције. Из графика се могу видети и релативне позиције држава чланица Еврозоне.

Графикон 1.5. *Раст пер-капита бруто друштвеног производа држава Европске уније*

Х оса = 1999; у оса = разлика у релативном положају 1999 – 2014.

▲ = државе ван Еврозоне; ● = друге државе Еврозоне; ■ = Евро 12.

²⁹⁹ Eckhard Hein and Achim Truger, European Monetary Union: Nominal Convergence, Real Divergence and Slow Growth?, WSI Discussion Paper No. 107, September 2002, стр. 5.



Извор: European Central Bank, Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, *ECB Economic Bulletin*, Issue 5 / 2015, стр. 32.

Из графикона се може видети да је у оквиру Европске уније дошло до процеса реалне конвергенције, првенствено као резултат проширења Уније, односно због развоја источних држава, које су постале чланице 2004. године. Када је реч о реалној конвергенцији држава чланица Еврозоне, ње скоро да и није било. „У ствари, ако се погледа цео период, постоји извесна потврда дивергенције између држава које су прве усвојиле евро, имајући у виду да су за преко 15 година државе са релативно ниским дохотком одржале (Шпанија и Португалија) или чак повећале (Грчка) геп у дохотку у односу на просек. Штавише, Италија, која је у почетку била држава са високим дохотком, забележила је најгоре перформансе, што сугерише суштинску дивергенцију у односу на државе са високим дохотком“³⁰⁰. Шпанија и Грчка су се пре финансијске кризе приближиле развијеном делу Еврозоне, али је криза изазвала дивергентна кретања; Ирска, и поред кризе, задржала је место у развијеним државама. Италија је у целом периоду назадовала.

Разлози недовољне реалне конвергенције у Еврозони, посебно медитеранских држава чланица, системског су карактера: институционални, који изражавају недостатак развојне политике држава, посебно у развоју знања и

³⁰⁰ European Central Bank, Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, *ECB Economic Bulletin*, Issue 5 / 2015, стр. 32.

примени нових технологија; поред слабог квалитета економског управљања, одсуствује и адекватан регулаторан оквир за развој привреде и присутна је сива економија. Структурне ригидности на тржишту рада, као што је већ анализирано, огледају се у високој заштити запослених од отказа и у крутом систему колективног преговарања који чини наднице ригидним на снижавање; на тржишту су неке од производних и професионалних делатности заштићене од конкуренције и стога од уласка модерне технологије и процедура. Најзад, прилив средстава у медитеранске државе Еврозоне био је претежно у облику кредитног капитала и усмерен у непроизводне делатности, тако да није имао позитиван утицај на економски раст.

Европска централна банка препоручује као средства за убрзање реалне конвергенције: одржање макро-економске стабилности, повећање економске флексибилности држава и побољшање раста укупне продуктивности фактора производње, посебно побољшањем институционалних услова на тржишту рада³⁰¹. Другим речима, терет реалне конвергенције треба да буде на флексибилности реалних надница, односно њиховом снижавању.

Став Европске централне банке је разумљив, пошто она сматра да је економски раст и политика запослености ствар структурне природе, у надлежности држава чланица. Европска централна банка је, полазећи од теорије о природној стопи незапослености, закључила да се проблем незапослености не може решавати емисијом новца, већ да се мора решавати већом флексибилношћу тржишта рада и стимулисањем економског раста. Из анализе имплементације монетарне политике очигледан је био нагласак Европске централне банке само на анализи фактора који могу угрозити стабилност цена.

Европска централна банка, у нормалним условима, има на располагању само један инструмент регулисања: каматну стопу. То условљава да се униформна монетарна политика примењује на различите услове развоја држава чланица, инфлаторне притиске различитог порекла и обима, финансијске системе са различитом структуром банкарских институција које служе као трансмисија

³⁰¹ European Central Bank, Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts, *ECB Economic Bulletin*, Issue 2, 2015, стр. 59 - 71.

монетарне политике, тржиштима рада са диференцираним институцијама и облицима колективног преговарања и др. У таквим условима, јединствена каматна стопа Европске централне банке транспонује се на различите начине и њена висина може различито деловати на привредне околности држава чланица. Она може успоравати привредни раст неке државе чланице, уколико је висока; као што може подгревати инфлаторне тенденције уколико је ниска за околности односне државе.

Имајући у виду такво деловање механизма монетарне политике, неки аутори сматрају да је она недовољно диференцирана да би могла да подржи развој држава чланица са нижим нивоом дохотка, односно да је она сметња остваривању процеса реалне конвергенције³⁰². Исти аутори сматрају да ограничавајући фактор процеса реалне конвергенције могу представљати и сувише оштра ограничења националним буџетским политикама са централног нивоа, која се у пракси држава чланица могу реализовати као рестриктивна буџетска политика. Ако је монетарна политика рестриктивна и „структурно асиметрична“, а нема компензујућег дејства централизованог буџета на нивоу Еврозоне, онда је „микс“ монетарне и фискалне политике, који је означен као „нови монетаризам“ недовољно стимулативан за процес економског раста и реалну конвергенцију у Еврозони³⁰³.

2.7. Демократски легитимитет институција монетарне уније

Демократски дефицит Европске уније и њених институција, као и Економске и монетарне уније, предмет је озбиљних теоријских разматрања, а еволуција институција, на основу уговорних модификација структуре Европске уније (Уговори из Амстердама, Нице и Лисабона), имала је у виду, поред осталог, и ублажавање овог дефицита иако се он, у постојећој конституционалној структури Уније, не може у потпуности отклонити. Демократски дефицит значи да у структури одлучивања у Европској унији није обезбеђено учешћа грађана у процесу избора и смењивања носилаца функција, у доношењу одлука из

³⁰² Eckhard Hein and Achim Truger, *European Monetary Union: Nominal Convergence, Real Divergence and Slow Growth?*, *WSI Discussion Paper No. 107*, September 2002, стр. 7 – 11.

³⁰³ Eckhard Hein and Achim Truger, *European Monetary Union: Nominal Convergence, Real Divergence and Slow Growth?*, *WSI Discussion Paper No. 107*, September 2002, стр. 21.

надлежности Уније и демократске контроле управљања Унијом. Он такође изражава недостатак контроле рада институција којима је поверено обављање неких функција Уније, односно недостатак њихове демократске одговорности, као и неформално одлучивање о важним питањима везаним за јавни интерес и благостање становништва³⁰⁴.

Демократски дефицит је обележје политички незавршене интеграције Европске уније. Оснивачки уговори и делатност Европског суда правде успоставили су својеврстан уставни оквир Уније; норме које регулишу односе између Уније и држава чланица садрже и низ федералних елемената (на пример, искључиве надлежности Уније, директни избори за Европски парламент, овлашћења Европског суда правде, гласање квалификованом већином у Савету, функције Комисије и др.). По мишљењу Вајлера (J. H. H. Weiler)³⁰⁵, међутим, ти европски конституционални принципи имају сасвим другачији контекст од федералних. Федералне институције у федерацијама произилазе из конституционалног оквира који претпоставља постојање „конституционалног демоса“, посебне уставне моћи – *pouvoir constituant*, коју чине грађани из чије суверености као уставне снаге и из чијег ауторитета произилазе уставни аранжмани. „У Европи, ова претпоставка не постоји. Просто речено, европска конституционална архитектура никада није била оснажена процесом уставног прихватања од стране европског уставног демоса и стога и са становишта и нормативних политичких принципа и емпиријског социјалног посматрања, европска уставна дисциплина не ужива исту врсту ауторитета каква се може наћи у федералним државама у којима је њихов федерализам укорењен у класичан уставни поредак“³⁰⁶. Постоји хијерархија правних норми, односно норме Уније имају надмоћ у сукобу са нормама држава чланица, али та хијерархија нема порекло у хијерархији нормативних институција нити одражава хијерархије реалне власти. Европски федерализам познаје хијерархију норми одозго надолу, али

³⁰⁴ О перцепцији различитих облика демократског дефицита у Европској унији, видети: Andreas Follesdal, *Legitimacy Theories of the European Union*, Arena – Center for European Studies, University of Oslo, *Working Paper 04 – 15*, Oslo, 2004, стр. 4 – 6.

³⁰⁵ J. H. H. Weiler, *Federalism and Constitutionalism: Europe's Sonderweg*, The Jean Monnet Center for International and Regional Economic Law and Justice, NYU School of Law, 2000.

³⁰⁶ J. H. H. Weiler, *Federalism and Constitutionalism: Europe's Sonderweg*, The Jean Monnet Center for International and Regional Economic Law and Justice, NYU School of Law, 2000, стр. 4.

хијерархија власти и реалне моћи остварује се одоздо нагоре. „Архитектонски, комбинација `конфедералних` институционалних аранжмана и `федералних` правних аранжмана чини се да извесно време обележава европски *Sonderweg* – њен нарочити пут и идентитет. Чини се да он обезбеђује Европи да реши проблем посебног зачараног круга: да оствари заиста висок ниво материјалне интеграције која се може мерити са оним који је присутан у потпуним федерацијама, док у исто време задржава – и насупрот искуству таквих федерација – снажне, а неки мисле и ојачане, државе чланице“³⁰⁷.

Два начина одлучивања: државноцентрични (међудржавни, међувладини) и комунитарни, односно мешавина националних и федералних елемената интеграције, представљају сложен оквир за развој демократских институција и учешће грађана у политичком процесу. С једне стране, државноцентрични облик институционалне структуре уније представљају Европски савет, савет и други и трећи стуб Уније (спољна политика, безбедност, одбрана), док наднационални облик изражавају Европски парламент, Европски суд правде, Комисија и други облици институционалне структуре укључени у први стуб Уније, као што је Европска централна банка. Основно питање јесте: да ли се на политички недовршену интеграцију могу применити стандарди парламентарне демократије, тзв. „вестминстерски модел“.

Према италијанском теоретичару Ђандоминику Махонеу (Giandomenico Majone)³⁰⁸, аргументи у прилог постојања демократског дефицита Уније могу се формулисати полазећи од аналогije са националним демократским институцијама, стандарда већинског одлучивања, демократског легитимитета држава чланица, као и социјалних стандарда. Институције Уније, према првом стандарду, требало би да имају иста овлашћења у оквиру поделе власти као и националне; други аргумент узима у обзир идеалну представничку демократију, односно „вестминстерски модел“, већинског одлучивања, по коме Европски парламент треба да буде искључиви носилац законодавне власти у Унији и главни представник

³⁰⁷ J. H. H. Weiler, *Federalism and Constitutionalism: Europe's Sonderweg*, The Jean Monnet Center for International and Regional Economic Law and Justice, NYU School of Law, 2000, стр. 5.

³⁰⁸ Giandomenico Majone, *Europe's 'Democratic Deficit': The Question of Standards*, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр. 6.

демократског легитимитета. Да би остварио демократски легитимитет и смањио демократски дефицит, он мора бити директно изабран општим правом гласа. Трећи аргумент полази од чињенице да демократски легитимитет Уније произилази из демократског легитимитета држава чланица и да свако нарушавање њихових једнаких права (на пример, кроз већинско гласање у Савету) доводи у питање демократски легитимитет Уније. Овај аргумент о индиректном демократском легитимитету Уније свој најпотпунији израз добио је у мишљењу немачког Уставног суда, да конституционалност и легитимитет Мастрихтског уговора проистиче из демократског легитимитета држава које су га закључиле и да оне увек остају „господари уговора“³⁰⁹. Најзад, демократски дефицит проистиче и из слабости Уније да обезбеди једнакост и социјалну правду за све грађане, пошто се економска интеграција следи концепт либералног капитализма, односно фаворизује ширење и функционисање тржишта, а мало пажње посвећује се благостању грађана. Махоне сматра, међутим, да док год грађани Уније буду против европске „супер-државе“, односно све док не подрже политичку интеграцију и формирање федералне уније (а то је дошло до изражаја у неуспелом усвајању устава Уније)³¹⁰, дотле је излишно говорити о демократском дефициту Европске уније, због тога је „парадоксално, `демократски дефицит` Европе, како се уобичајено тај израз схвата, демократски оправдан“³¹¹.

Демократски дефицит Уније има низ појавних облика у постојећој конституционалној структури Европске уније³¹². Интеграција је заснована на доминантној улози извршне власти, која учествује у доношењу одлука на нивоу Уније без могућности парламентарне контроле у националним оквирима. Исти је

³⁰⁹ Giandomenico Majone, Europe's `Democratic Deficit`: The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр. 12.

³¹⁰ Andrew Moravcsik, What Can We Learn from the Collapse of the European Constitutional Project?, *Politische Vierteljahresschrift*, 47, Heft 2, 2006, стр. 219–241. Ben Crum, Tailoring Representative Democracy to the European Union: Does the European Constitution Reduce the Democratic Deficit? *European Law Journal*, Vol. 11, No. 4, July 2005, стр. 452–467.

³¹¹ Giandomenico Majone, Europe's `Democratic Deficit`: The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр. 7.

³¹² Andreas Follesdal and Simon Hix, Why There is a Democratic Deficit in the EU: A Response to Majone and Moravcsik, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44, Issue 3, стр. 532–52. Giandomenico Majone, Europe's `Democratic Deficit`: The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр. 5–28.

случај са расподелом моћи на нивоу Уније: у доношњу законских аката, доминира извршна грана, пошто комисија Европске уније има право законодавне иницијативе а кључне законе доноси Савет; за разлику од Савета, кога у извесној мери могу контролисати национални парламенти, Комисија подлеже лабавој контроли Европског парламента. Европски парламент би требало да буде централна представничка институција, у чијем избору треба да се обезбеди сучељавање политичких програма везаних за надлежности Уније, а чији рад треба да обезбеди испољавање различитих преференција грађана. Међутим, у пракси се избори за Европски парламент углавном везани за националне проблеме, тако да бирачи нису у стању да утичу на профилисање политике на нивоу Уније, односно формирање „владe“ која би била одговорна бирачима. Ова питања везана су за проблем конституисања непосредне и директне демократије у одлучивању бирача о европским пословима, као и одсуства стварних европских политичких партија, које би обезбедиле конкурентску борбу за артикулацију интереса бирача у Европском парламенту.

Посебан проблем представља перцепција о отуђености институција Уније од грађана: „бриселска бирократија“ показује сопствене законе ширења, уз минимум транспарентности у процедурама избора и одлучивања. Националне владе користе се институцијама Уније да оправдају своје непопуларне одлуке, а различите интересне групе утичу на одлучивање на нивоу Уније насупрот интересима грађана.

Разматрања „уставног уређења“ Европске уније познаје и другачији тип аргумената, који релативизују значај демократског дефицита, полазећи од савремених процеса промена у демократској структури националних држава; оно што се дешава у државама чланицама у тој области не може а да не остави трага и на процесе у Европској унији. Најзначајнија основа овог типа аргументације је раст тзв. „регулаторне државе“ у савременим демократским системима, односно тежња државе да обезбеди ефикасност у реализацији својих одлука.

Институције Европске уније, по мишљењу Махонеа, не одликује демократски дефицит – он мора бити „ендемски“ присутан све док грађани показују колективну лојалност националној држави и док она представља основни

оквир демократске политике. Оне су управо легитимне пошто нису подређене политичком процесу, који би нужно водио редистрибутивним ефектима, односно доношењу субоптималних одлука. „`Регулаторни модел` Уније преноси фокус пажње са изградње државе и међудржавних погађања на делегирање европским институцијама специфичних функционалних задатака који се могу решавати много ефикасније и/или кредибилније на наднационалном нивоу“³¹³. Унија у том смислу представља регулаторно тело и за саме државе чланице.

Који задаци могу бити пренети на институције изоловане од политичког процеса, а који треба да остану у надлежности институција са већинским одлучивањем? Махоне одговара: „Редистрибутивне политике могу бити учињене легитимним само кроз већински начин одлучивања, и стога не могу бити делегиране институцијама које су независне од политичког процеса; политике оријентисане ка ефикасности, с друге стране, могу се у основи учинити легитимним преко својих резултата и стога могу бити пренете на такве институције, под условом да постоји одговарајући систем одговорности“³¹⁴.

Каква је логика делегације одговорности за формулисање политике, па чак и регулаторне надлежности (као у случају јединственог тржишта или јединствене монетарне политике) на институције које не подлежу демократској контроли, односно „невећинске институције“?

Ово питање уводи нас у други аспект питања демократског дефицита, односно проблема легитимности институција које не подлежу већинском начину одлучивања, односно оних „које по свом институционалном дизајну нису директно одговорне бирачима или њиховим изабраним представницима“³¹⁵.

Политички представници не морају бити експерти у свим областима, посебно када је реч о сложеним економским, правним и социјалним проблемима. С друге стране, у условима цикличности изборног процеса, веома је тешко обезбедити кредибилитет демократског механизма, посебно у реализацији општег

³¹³ Giandomenico Majone, Europe's 'Democratic Deficit': The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр.7.стр. 28.

³¹⁴ Giandomenico Majone, Europe's 'Democratic Deficit': The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр. 28.

³¹⁵ Giandomenico Majone, Europe's 'Democratic Deficit': The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр. 15.

интереса. Због тога се одлучивање о јавним политикама које захтевају експертска знања и имају трајније ефекте општег добра, поверава специјализованим независним институцијама које могу одлучивати брже, ефикасније и са оптималним ефектима по друштво. Оне су основни елеменат регулаторне државе. Ако су прихваћени аргументи да независност институција обезбеђује кредибилитет политичког процеса, независно од чињенице да оне нису под непосредном демократском контролом, онда се логично поставља питање колико су оне део демократске легитимности и одговорности конституционалних система? Ово посебно стога, што за њихове резултате крајњу одговорност сnose демократске институције које су на њих пренеле овлашћења. Крајња одговорност значи одговорност пред бирачима, односно верификација кроз изборне резултате. У случају Европске уније, за резултате делатности независних институција одговорни су у мањој мери Европски парламент, а у већој мери државе чланице (кроз оснивачке уговоре, какав је случај са Европском централном банком) или посебне међудржавне уговоре (на пример, Европски стабилизациони фонд).

Статус независних институција претпоставља и ново схватање демократског дефицита. Очито је да оне имају дефицит политичке одговорности, али се њихова легитимност одражава кроз резултате које остварују, транспарентност у раду и демократску одговорност изабраним политичким представницима и грађанима Европске уније. Посебно због тога што су оне у функцији остваривања циљева интеграције и основних вредности на којима се она заснива. Демократска одговорност повећава кредибилитет ових институција и кроз транспарентно доношење одлука, судску контролу и контроли јавности, као и повећану законодавну и контролну улогу Европског парламента. Ако „Европска унија буде могла да повећа кредибилитет доношења одлука увођењем таквих процедуралних механизма, тада ће јавност моћи или хтети да прихвати Унију као легитимну, и бриге око демократског дефицита ће нестати“³¹⁶.

³¹⁶ Andreas Follesdal and Simon Hix, Why There is a Democratic Deficit in the EU: A Response to Majone and Moravcsik, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44, Issue 3, стр. 542. Видети и: Giandomenico Majone, Europe's 'Democratic Deficit': The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999, стр. 27, 28.

Концепт демократског дефицита критикује и Ендрју Моравчик (Andrew Moravcsik), сматрајући да је забринутост због његовог постојања неоправдана, односно да је, посматрана у поређењу са развијеним индустријским демократијама, а не кроз призму идеалне плебисцитарне или парламентарне демократије, Европска унија легитимна демократска творевина³¹⁷. Чињеница да је Европска унија веома удаљена од обичног грађанина и да као мултинационална организација није заснована на заједничкој историји, култури, дискурсу и симболизму на којима акцију заснивају политички фактори, не дисквалификују Европску унију да буде третирана као легитимно демократско тело.

Европска унија није супердржава, којом владају „супертехнократи из Брисела“. У уставном склопу Уније постављена су ограничења која далеко превазилазе облике контроле власти у националним државама (подела власти, федерализам, консоцијална демократија, смањене фискалне надлежности), тако да је Унија пре конфедерална него федерална творевина, што „уклања претњу европске супердржаве“; има аутора који Унију уопште не сматрају за државу, него је анализирају као дифузни „систем управљања“ (Governance system). Функције Уније ограничене су на мали број области које обавља модерна држава, и оне су углавном усмерене на регулисање екстерних ефеката прекограничних економских активности; економска област је најјача уставна (уговорна) надлежност Уније. Регулатива у ванекономским областима (миграције, безбедност) заснована је на међудржавном начину регулисања. Па и у областима које директно регулише (монетарна политика, политика конкуренције, спољнотрговинско преговарање), Унија нема моћ имплементације прописа. У тим областима искључиве надлежности, Унија је такође ограничена системом хоризонталних и вертикалних подела надлежности, што искључује велики степен арбитарности у доношењу одлука. „Чак и `свакодневне директиве` Европске уније морају бити промовисане по правилима која захтевају сагласну подршку између 74% и 100% пондерисаних гласова територијалних представника у Савету министара – што је ниво подршке

³¹⁷ Andrew Moravcsik, In Defense of the 'Democratic Deficit': Reassessing Legitimacy in the European Union, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002, стр. 603 – 624.

већи него за доношење закона у било ком постојећем националном политичком друштву, односно за промену скоро сваког националног устава данас у свету³¹⁸.

И начин политичког представљања и природа политичких решења у Унији односно директна демократска одговорност њених институција Европском парламенту и индиректна демократска одговорност парламента држава чланица, потврђују легитимност Уније. „Уставна ограничења и равнотежа, индиректна демократска контрола кроз националне владе и растућа моћ Европског парламента довољни су да осигурају да је процес политичког одлучивања у скоро свим случајевима чист, транспарентан и ефикасан и политички одговоран захтевима европских грађана³¹⁹.

Полазећи од чињенице да је Европска унија по свом садашњем конститутивном уређењу (а не по идеалном моделу демократије или пројектованом политичком моделу федерализма) демократски легитимна, Моравчик обраћа пажњу на други аспект анализе демократског дефицита – делегираних овлашћења независним институцијама. Критике демократског дефицита треба да имају у виду специфичну симбиозу коју представљају Европска унија и државе чланице, са одређеном поделом рада, у којој државе чланице делегирају на Унију обављање одређених послова, док функције које „инспиришу и подстичу учешће народа остају углавном националне“. Због тога, Европска унија није недемократска, него је „просто специјализована за оне функције модерног демократског управљања које се одликују мањом директном политичком партиципацијом³²⁰.

Крај 20. века донео је нови систем демократске одговорности у развијеним демократским државама, не кроз директно учешће у институцијама већинског одлучивања већ, као што смо видели код Махонеа, кроз систем делегирања надлежности, изоловања од политичког утицаја, независности, специјализације и професионализма у неким од надлежности које су, на тај начин, „искључене из

³¹⁸ Andrew Moravcsik, In Defense of the `Democratic Deficit`: Reassessing Legitimacy in the European Union, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002, стр. 609.

³¹⁹ Andrew Moravcsik, In Defense of the `Democratic Deficit`: Reassessing Legitimacy in the European Union, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002, стр. 605.

³²⁰ Andrew Moravcsik, In Defense of the `Democratic Deficit`: Reassessing Legitimacy in the European Union, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002, стр. 606.

директне политичке конкуренције“ (у Европској унији, на пример, централна монетарна институција, уставно судство, институције заштите конкуренције, стабилизациони фондови). „Привидна `недемократска` природа Европске уније као целине је углавном функција овог ефекта селекције“³²¹. Међутим, закључује Моравчик, „све док су политичке процедуре конзистентне са постојећим националним демократским праксама и имају *prima facie* нормативно оправдање, закључујем да не можемо имати негативан закључак о легитимности Европске уније на основу случајних примера не-партиципативне природе њених институција“³²².

Анализа демократског дефицита Европске уније указује на два сегмента демократске легитимности уније као целине и њених институција. Конституционално-политички сегмент демократског дефицита је производ савременог конституционалног склопа Европске уније, односно начина одлучивања у њој, а последица је недовршене политичке интеграције. Стога се он може посматрати као дефицит само у контексту будућег развоја политичке интеграције, уколико се она буде кретала у правцу потпуне федерализације (да ли ће се кретати у том правцу, није једноставно утврдити, мада има аутора који то очекују)³²³. Делегирани демократски дефицит је производ савремене регулаторне државе у оквирима националних држава, односно постоји и у развијеним парламентарним демократијама. То што је уочљивији на нивоу Европске уније, односно „погрешан утисак да Европска унија болује од већег `демократског дефицита` него државе чланице, произилази углавном из чињенице да се она у већем обиму бави питањима која су заједнички делегирана или изолована у модерним демократским политикама“³²⁴. То значи да демократски дефицит Европске уније није нужан производ конституционалне структуре Уније и може бити релативизован кроз непосредну демократску одговорност независних

³²¹ Andrew Moravcsik, In Defense of the `Democratic Deficit`: Reassessing Legitimacy in the European Union, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002, стр. 613.

³²² Andrew Moravcsik, In Defense of the `Democratic Deficit`: Reassessing Legitimacy in the European Union, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002, стр. 622.

³²³ Michael Burgess, *Federalism and European Union: The Building of Europe, 1950 – 2000*, Routledge, London, 2000, стр. 279.

³²⁴ Andrew Moravcsik, What Can We Learn from the Collapse of the European Constitutional Project? *Politische Vierteljahresschrift*, Vol. 47, No. 2, 2006, стр. 239.

институција Европском парламенту, али и посредну демократску контролу држава чланица, посебно ако су те институције су производ међудржавног облика одлучивања.

Питања демократског легитимита институција монетарне уније везана су за систем управљања Економском и монетарном унијом, који укључује како међудржавно регулисање фискалне компоненте интеграције, тако и федерални карактер монетарне интеграције оличен у деловању Европске централне банке као институције којој је делегирано управљање монетарном политиком и контрола стабилности банкарског система (а сада и контрола ризика и пруденциона контрола банака, односно управљање банкарском унијом) и изнад свега, неформалне политичке утицаје у систему управљања Економском и монетарном унијом.

Демократски дефицит присутан у Еврогрупи проистиче из чињенице да се кроз њен рад покушава решити специфични однос монетарне и фискалне гране интеграције, с обзиром да фискална грана не може у постојећем уставном склопу Европске уније добити наднационални карактер („координација националних политика је пожељна, али даљи трансфер формалних компетенција доношења одлука на наднационални ниво није могућ“³²⁵). Еврогрупа је неформално тело, које не одговара никоме; о њеном раду се чак не води ни записник³²⁶.

У току кризе конституисан је и Евросамит у оквиру одредаба Фискалног пакта. Ове одредбе налазе се у одељку који носи наслов: управљање Еврозоном³²⁷, чиме се потврђује намера уговорних страна да формирају у зачетку специфичну владу Евроzone, која би била пандан владама држава чланица (док би Еврогрупа могла имати улогу министарства финансија). Састанци Евросамита су неформални, сазивају се према потреби а најмање два пута годишње и о њима председник Евроzone извештава Европски парламент непосредно после сваког састанка. Евросамит разматра:

³²⁵ Uwe Puetter, *Just talking –The Eurogroup as a space for intergovernmental deliberation*, Paper prepared for the 3rd EPIC workshop, Florence, 18-22 September 2002, стр. 17.

³²⁶ European Council, *How the Eurogroup works*, <http://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/eurogroup/>

³²⁷ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (TSCG) [http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-\(tscg\)](http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-(tscg)), члан 12.

- питања која се односе на посебне одговорности које државе еврозоне деле у односу на јединствени новац,
- друга питања која се односе на управљање еврозоном и правила која се на то односе, и
- стратешку оријентацију за вођење економске политике у циљу повећања конвергенције у еврозони (члан 12, став 2 Фискалног пакта).

Евросамит може јавности емитовати „саопштења у којима су сумиране заједничке позиције и заједничке линије акције“, а текст саопштења утврђује се консензусом (тачка 6. пословника о раду Самита)³²⁸. Пошто ни Евросамит не публикује записнике о свом раду, он је нетранспарентна институција. Он свој демократски легитимитет црпи из чињенице да га сачињавају изабрани представници националних држава чланица који, у крајњој линији, одговарају бирачима у тим државама.

Када је реч о Европској централној банци, њен демократски дефицит проистиче из карактера делегиране одговорности коју она има. Логика делегирања функција подразумева одговорност субјекта коме је функција делегирана да одговара за њено извршење. То је принцип демократске одговорности, који претпоставља да делегиране институције подносе извештаје о свом раду демократски изабраним представницима бирача. Што је основ делегирања прецизнији, то одговорност треба да буде већа. Она се реализује у парламентарним телима. Европска централна банка подноси годишњи извештај Европском парламенту, али он нема право да смењује Извршни одбор и Председника банке, уколико није задовољан његовим радом, какав је случај у централним банкама других држава. Нити Европски парламент може мењати правни положај Европске централне банке својим гласањем; то се може учинити само ревизијом оснивачких уговора. Стога се може рећи да демократска одговорност Европске централне

³²⁸ European Union, General Secretariat of the Council, *Rules for the organization of the proceedings of the Euro Summits*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2013.

банке не прети њену независност: „најнезависнија централна банка на свету“³²⁹ није и најодговорнија.

Демократски дефицит Европска централна банка настоји да реши већом транспарентношћу у раду. Председник банке два пута годишње иступа у Европском парламенту, а пред новинарима после сваке седнице Управног савета на којима се доносе одлуке о монетарној политици. чланови Извршног одбора чешће, укључив и иступања пред комитетима Европског парламента. Банка публикује информације о свом раду, које укључују консолидоване финансијске извештаје и годишњи обрачун. Међутим, статут Европске централне банке изричито забрањује публикување записника са седница органа Банке³³⁰, пошто се претпоставља да су чланови Управног савета морају деловати у складу са интересима Уније као целине, а не интересима националних држава. Тако су економски субјекти лишени могућности да заснивају своје одлуке на пројекције монетарних кретања, а становништво информација на основу којих могу да граде своја инфлаторна очекивања.

³²⁹ Richard Baldwin and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw Hill, London, 2012, стр. 449.

³³⁰ Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, Protocol (No 4) On the statute of the European System of central banks and of the European central Bank, C 326/47, 26. 10. 2012, члан 10, тачка 4.

ГЛАВА III. КРИЗА БАНКАРСКОГ СИСТЕМА И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ РЕФОРМЕ ЕКОНОМСКЕ И МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

Почетак века обележила је финансијска и економска криза, која је генерисана у најразвијенијим земљама и таласасто проширена кроз светске финансије и привреду. Њен извор било је финансијско тржиште САД, а основни механизам преношења био је банкарски систем, имајући у виду да је он и најобухватнији сегмент финансијског система, односно финансијског тржишта. Криза је открила структурне, функционалне и регулаторне проблеме банкарских система, настале кроз процесе развоја и интеграције банкарских тржишта.

Банкарски системи у развијеним земљама ушли су у нови век праћени процесима технолошких иновација, оштре тржишне конкуренције и укрупњавања (M&A), као и дерегулације. Иновације су се огледале у креирању нових банкарских „производа“, прилагођавању банкарских процеса новим технологијама, прављачким методама и техникама мерења ризика³³¹. Конкуренција у банкарству је имала стимуланс у тражењу профитних могућности у условима повећане ликвидности тржишта, ширењу послова у земљама неразвијеног банкарства али и продубљавању постојећих банкарских тржишта кроз иновирање производа. Деретулација банкарства резултат је, с једне стране, неолибералних схватања о слободи тржишта и његовог деловања као корективног фактора пословних одлука, а, с друге стране, притиска банака да повећавају обим својих пословних операција ван традиционалног депозитно – кредитног пословања, под утицајем процеса развоја финансијског тржишта и његових механизма мобилизације и алокације капитала. У окриљу дерегулације развили су се и нетранспарентни облици банкарског пословања, познати под именом „банкарство у сенци“ (енгл. Shadow Banking).

³³¹ Finnerty, J. D., Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, *Financial management*, vol. 17, No. 4/1988; Branko Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2009.

Резултат ових процеса био је ширење ризика банкарског пословања, али и развој нових техника мерења и релативизације ризика, као замена „застарелим“ методама мерења ризика, а које су изместиле анализу ризика изван традиционалног места анализе – кредитног процеса и претвориле је у софистицирани процес коришћења математичко-статистичких метода. С друге стране, креирање сложених банкарских производа је продужило ланац учесника од депозитног до кредитног процеса и на тај начин учинило ризик нетранспарентнијим. Банке су стога имале недовољно развијену перцепцију ризика како у односу на реални сектор, тако и на могућност појаве системских ризика и криза, услед утицаја наведених процеса иновација, конкуренције и дерегулације. Управо стога је председник Европске централне банке, Жан Клод Трише (Jean-Claude Trichet) тражио од банака да изврше преоцену ризика, сматрајући да у противном може доћи до финансијске кризе³³².

И поред тога што је еволуција финансијског посредовања креирала низ нових облика финансијских институција, које су преузеле банкарске послове (на пример, брокерске и дилерске фирме, фондови новчаног тржишта, инвестиционе компаније и др), банке остају и даље основни финансијски посредници. Основна обележја посредничке улоге банака садржана су у две функције:

- Банке врше рочну трансформацију средстава: прикупљају краткорочне депозите, првенствено становништва, и пласирају дугорочне кредите производним субјектима; ова функција за банке производи ризике ликвидности и каматних стопа, односно ризике да не могу одговорити захтевима депонената у случају неликвидности или кризе на финансијском тржишту (банкарске панике), као и наглог раста краткорочних каматних стопа на тржишту новца. У обављању ове функције, банке су кључни фактор процеса реализације монетарне политике, односно монетарно-кредитног система;
- Банке креирају асиметричност информација у кредитном процесу и процесу контроле дужника из реалног сектора (тзв. делегирани

³³² Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, стр. 7–19.

мониторинг)³³³; ова функција оправдава посебан однос регулаторних органа, односно развијен систем регулисања и контроле банкарског система, као и посебан статус банака у процесу санације и банкротства, различит од норми које се примењују на предузећа из реалног сектора.

С обзиром на крактер банкарског посредовања и обележја банака, као и еволуцију финансијских система која је довела до нових облика финансијског посредовања, финансијски системи се дефинишу на два основна начина:

- доминантно банкарски финансијски систем, у коме банке играју основну улогу у мобилизацији и алокацији средстава између суфицитног економског сектора (становништва) и дефицитног економског сектора (корпоративни сектор);
- доминантно тржишни финансијски систем, у коме улогу мобилизације и алокације средстава првенствено врши финансијско тржиште (емисија и промет финансијских инструмената), а финансијско посредовање банака има секундарну улогу.

Финансијски систем Европске уније је доминантно банкарски, док је финансијски систем Сједињених Америчких Држава доминантно тржишни. Компаративни преглед финансијске структуре Еврозоне и Сједињених америчких држава показује да је учешће банака у финансијском посредовању (мобилизацији и алокацији средстава) у Еврозони далеко значајније и износи око 75% укупног обима интермедијације³³⁴.

Разлике у облику финансијског посредовања произашле су, поред осталог, и због спорије диференцијације банкарског пословања у европским земљама, у којима је основни облик банке представљао модел универзалне банке. То је модел у коме банке обавља како депозитно – кредитне послове, тако и послове са хартијама

³³³ Видети шире у: Sam Langfield and Marco Pagano, Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth, European central bank, *Working Paper Series*, No. 1797, May 2015, стр. 5.

³³⁴ ЕЦБ, *Monthly Bulletin*, October 2010, стр. 62.

од вредности (инвестиционе послове)³³⁵. Амерички модел финансијског посредовања је, после велике економске кризе 1929 – 1933. године, укључио два основне типа посредовања: депозитно – кредитне банке и инвестиционе компаније (на бази Глас – Стигаловог /Glass – Steagall/ банкарског закона, усвојеног 1933. године). Поскле реформи америчког банкарског законодавства из 1999. године (Грам – Лич – Блили /Gramm – Leach – Bliley/ банкарски закон)³³⁶, у склопу општег процеса дерегулације финансијског система, америчке банке могле су да обављају и инвестиционе послове; то је један од узрока финансијске кризе и последичне реформе америчког банкарског система.

Појачана конкуренција на финансијским тржиштима, услед процеса дерегулације и финансијских иновација, приморала је и европске банке да копирају пословни модел америчких банака, да у тежњи за повећањем профита све више користе технике инвестиционог пословања, односно шпекулативних послова са хартијама од вредности. При томе су се оне користиле својеврсним моралним хазардом, односно чињеницом да су депозити становништва били осигурани од стране државних фондова, тако да губитке из прекомерно ризичних операција и евентуалне санације банака преваљују на терет буџета, односно пореских обвезника. У својеврсној финансијској игри, регулација банкарства је заостајала за иновацијама у банкарству и на финансијском тржишту, тако да су се на тржишту повремено манифестовале кризне појаве.

„Модерно банкарство има много сложенију билансну структуру, операције и условне обавезе. У Европској унији, многе сложене банкарске групе комбинују инвестиционо, комерцијално и услужно банкарство, као и дилерске послове са хартијама од вредности и операције управљања имовином, а у многим случајевима и осигурање и лизинг. Често, оне пружају низ услуга у различитим државама – и унутра и ван Европске уније, усвајајући различите правне структуре. Обим и

³³⁵ Pagano, Marco, Sam Langfield, Viral Acharya, Arnoud Boot, Markus Brunnermeier, Claudia Buch, Martin Hellwig, André Sapir and Ieke van den Burg, *Is Europe overbanked?*, Report no. 4 of the European Systemic Risk Board's Advisory Scientific Committee, Brussels, 2014.

³³⁶ Бранко Васиљевић, Нови амерички банкарски закон, *Југословенско банкарство*, 9 – 10/2000, стр. 68 – 76.

комплесност ових групних операција креирале су изворе нестабилности и учиниле задатак контролних органа многи тежим³³⁷.

У периоду финансијске кризе, 2009. године, у Европској унији је пословало 8.358 банака и кредитних институција, са укупном активом од 42,143 милијарди евра, 39 великих прекограничних банкарских група (са учешћем од око 68% у укупном банкарском тржишту Уније), као и 3,800 инвестиционох компанија. У најразвијенијим државама чланицама Уније, учешће банака страног власништва износило је око 65% укупне активе, а у источним државама чланицама (Естонија, Чешка, Словачка) ово учешће било је преко 92% активе³³⁸.

Банкарско тржиште Европске уније и Евразоне је, са становишта регулаторне структуре, јединствено тржиште, на коме се поштују правила конкуренције Уније (укључив и правила о спречавању злоупотребе доминантног положаја, као и правила о државној помоћи, која су посебно била присутна у механизмима за санацију банкарских система у периоду финансијске кризе). Степен реалне интеграције у јединствено банкарско тржиште може се оцењивати са становишта квалитативних и квантитативних показатеља. Кад је реч о квалитативној одредници, јединствено банкарско тржиште постоји у условима изједначавања маргиналне корисности инвестиција у различитим државама чланицама. „У условима пуне интеграције, банкарска тржишта ће ефикасно алоцирати средства у најпродуктивнија улагања кроз Евразону, без фрикција у протоку средстава преко граница. Пуна интеграција ће имплицирати да ће се, ако су инвестиционе могућности једнаке између држава чланица Евразоне (у смислу профитабилности, ризичности и институционалног окружења), понуда кредита реализовати преко граница све док трошкови средстава у маргинална улагања не буду изједначени у свакој држави чланици“³³⁹.

Квантитативни индикатори интеграције у јединствено банкарско тржиште показују да је та интеграција далеко од потпуне. Наиме, степен интеграције мери

³³⁷ Wim Fonteyne et al., *Crisis Management and Resolution for a European Banking System*, IMF, WP/10/70, March 2010, стр. 10.

³³⁸ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 7 – 8.

³³⁹ European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015, стр. 27.

се или обимом пружања банкарских услуга у једној земљи од стране филијала банака са седиштем у другој држави чланици, или на основу обима прекограничног пружања тих услуга. У Еврозони обим учешћа филијала страних банака у укупној активи домаће државе износио је 2009. године 17% (у току кризе, у 2013. години, спустио се на 13%), док је прекогранични ток кредита у укупној суми кредита у Еврозони износио 35% (као последица кризе, у 2013. години опао је на 25%), а обим кредита домаћинствима из прекограничних извора је занемарљив, и константно се креће око 1% од укупног обима кредита³⁴⁰.

Независно од темпа реалне интеграције банкарског система, предности јединственог банкарског тржишта Европске уније и посебно Еврозоне су веома значајне.

Јединствено банкарско тржиште пружа банкама већи обим дисперзије портфолија и стога смањење ризика уз обезбеђење стабилнијег приноса. Банке могу пружати своје услуге у другим државама формирањем филијала или директним пружањем прекограничних услуга. Одржавање ликвидности није оријентисано искључиво на депозитну основу и секуритизацију неких врста кредита, него и на међубанкарско тржиште, а са развојем интеграције и повећањем иновативних банкарских производа и услуга, ослањање на међубанкарско тржиште новца у банкама Еврозоне постаје доминантно (око 50% извора ликвидности су депозити становништва)³⁴¹. Под утицајем конкуренције, банке су подложне процесима концентрације капитала путем аквизиција и фузија (M & A). Тенденције концентрације стварају веће банкарске агломерације, које се могу користити економијом обима и економијом разноврсности³⁴².

За реални сектор привреде, јединствено банкарско тржиште значи шире могућности мобилизације средстава. Конкуренција банака упоредо са повећањем обима кредита снижава трансакционе трошкове задуживања. Није утврђена корелација између степена интеграције банкарског тржишта и економског раста, али је утврђена корелација развијености финансијског и банкарског система и

³⁴⁰ European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015, стр. 31 – 32.

³⁴¹ European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015, стр. 33.

³⁴² High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 130 – 136.

економског раста, с обзиром да развијенији механизам финансијског посредовања пружа веће могућности кредитирања привреде³⁴³.

Становништво користи предности интеграције банкарског система кроз повећање расположивости кредита и снижавање њихове цене (камата) и трошкова³⁴⁴; интегрисано банкарско тржиште доноси већу понуду финансијских производа и средстава плаћања (посебно електронских), као и ефикаснија плаћања. Становништво може вршити каматну арбитражу, селећи депозите у друге државе чланице у којима камате могу бити више, или је систем осигурања депозита развијенији.

Имајући у виду да су банке чворни фактор трансмисије монетарне политике, јединствено банкарско тржиште у Еврозони омогућава ширење канала трансмисије монетарне политике, како преко канала каматне стопе, тако и канала расположивости кредита. Јединствено банкарско тржиште доводи до уједначавања каматних стопа, с обзиром да банке своје каматне стопе формирају у складу са тржишним кретањима и оријентацијом монетарне политике Европске централне банке. „Каматне стопе које банке зарачунавају на конкурентнијем тржишту имају тенденцију да се јаче прилагођавају променама у тржишним каматним стопама. То је кључни елеменат за неометено функционисање монетарне политике у монетарној унији“³⁴⁵. Док су напред наведене предности интеграције банкарских система и стварања јединственог банкарског тржишта биле присутне у целини Европске уније, дотле су предности јединственог банкарског тржишта везани за монетарну функцију специфичност Еврозоне.

Интеграција банкарских система, међутим, олакшава и трансмисију екстерних шокова и стога формирање могућих криза. Ова интеграција, „која неизбежно води ка томе да финансијске институције, које послују на јединственом тржишту, развијају веома чврсте облике међусобне повезаности, што доводи до тога да шокови који се појављују на једном делу тржишта брзо и широко буду пренети у

³⁴³ Levine, Ross, Bank-based or market-based financial systems: which is better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 2002, стр. 398-428.

³⁴⁴ Van Leuvensteijn, M., Kok, C., Bikker, J. and van Ritzel, A., Impact of Bank Competition on the Interest Rate Pass-Through in the Euro Area, *ECB Working paper Series*, No 885, March 2008.

³⁴⁵ European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015, стр. 93.

све његове делове“³⁴⁶. Јединствено банкарско тржиште познаје механизме преливања шокова из једне у другу државу чланицу („финансијска зараза“), али и блаже облике економске и регулаторне арбитраже: прекогранично сељење депозита у трагању за вишим каматним стопама или већом сигурношћу, оснивање филијала у државама „мекше“ регулативе или пореских погодности и др.

3.1. Узроци и облици кризе банкарског система Еврозоне

Криза банкарског система Еврозоне део је опште финансијске кризе која је захватила најпре „језгро“ најразвијенијих тржиних привреда, а затим се проширила на читаво светско тржиште, изазивајући економску кризу, која се често пореди са Великом економском кризом у периоду 1929 – 1933. године³⁴⁷.

Оно што је извесно, то је да је криза имала порекло у Сједињеним Америчким Државама, али у објашњењу њених узрока постоји них хипотеза³⁴⁸. Испитивање кретања на америчком финансијском тржишту у деценији која је претходила кризи, показује да су се основни фактори генерисања шпекулативног мехура налазили на тржишту некретнина, које је „родно место“ кризе: релативно експанзивна монетарна политика америчке централне банке, финансијске иновације, као и државна политика стимулације стамбене изградње, посебно за мањинске групе у америчком друштву³⁴⁹. Стимулисане јевтиним изворима средстава и државним субвенцијама, а у условима дерегулације финансијског система после 1999. године, америчке банке и друге финансијске институције формирале су профитни модел финансирања кућа и станова дужника који нису имали пуну кредитну способност (отуда назив овог сегмента финансијског тржишта – нестандартне хипотеке, енгл. Subprime Loans) у коме је основни фактор била претпоставка о стално растућој цени стамбених некретнина: у случају

³⁴⁶ Emiliós Avgouleas, Douglas W. Arner, *The Eurozone Debt Crisis and the European Banking Union: A Cautionary Tale of Failure and Reform*, University of Hong Kong, October 2013, стр. 19.

³⁴⁷ Frederic S. Mishkin, *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*, *NBER Working paper Series*, Working Paper 16609, December 2010, стр. 10.

³⁴⁸ Bibliography of the Global Financial / Economic Crisis, Compiled by Thomas Bourke, *European University Institute Library*, 32nd edition, September 2015.

³⁴⁹ The High Level Group of Financial Supervision in the EU (De la Rosiere Group), *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 7.

немогућности наплате хипотекарних кредита, из цене продатих некретнина било је могуће извршити отплату кредита.

С обзиром да су стамбени кредити, по својим карактеристикама, подложни процесу секуритизације, односно рефинансирања на финансијском тржишту, банке су развиле читав низ специјалних инвестиционих производа дериватног карактера³⁵⁰, који су постали предмет шпекулативног улагања, а који су, у крајњој линији, били засновани на поверењу улагача у нормална кретања на финансијском тржишту. Ови производи били су предмет улагања не само америчких инвеститора, него и европских, укључив и банке, пензијске фондове и инвестиционе компаније из држава чланица Еврозоне.

Стагнација и пад цена некретнина на америчком тржишту био је сигнал да ће шпекулативнио мехур на финансијском тржишту пући, пошто је исцрпена тражња инвеститора за дериватним финансијским инструментима, јер пад цена некретнина није гарантовао сигурне приносе.

Анализе финансијске кризе указале су на тачан датум њеног настанка, односно прскања шпекулативног мехура: 7. август 2007. године³⁵¹, када је обустављена откуп инвестиционих јединица инвестиционог фонда, којим је управљала француска банка, Париска национална банка Париба (Banque Nationale de Paris Paribas). Последица је била ланчана неликвидност банака и инвестиционих компанија, која је прерасла у банкарску панику. Међубанкарско тржиште ликвидности је престало да функционише, посебно после слома америчке инвестиционе банке Лиман Брадерс (Lehman Brothers), средином септембра 2008. године, пошто је криза изазвала опште неповерење и активирала ризик контрапартнера на банкарском тржишту. Функције механизма тржишта новца преузеле су државе и централне банке, обезбеђујући ликвидну подршку банкама

³⁵⁰ О обележјима дериватних финансијских инструмената, тржишту деривата и појавним облицима кризе 2007 – 2009, видети: Бранко Васиљевић, *Основи финансијског тржишта*, Завет, Београд, 2009.

³⁵¹ Frederic S. Mishkin, Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis, *NBER Working paper Series*, Working Paper 16609, December 2010, стр. 2.

масивним интервенцијама најпре у САД³⁵², затим и у другим државама, а посебно у Еврозони³⁵³.

Механизми трансмисије кризе финансијског тржишта и обележја кризе у банкарске секторе држава чланица Еврозоне били су вишеструки:

- по основу улагања у нестандартне хипотекарне деривате, банке су претрпеле губитке, који су морали бити покривени на терет капитала, смањујући тако регулаторни ниво капитала који су регулаторни органи захтевали за нормално пословање банке;
- повећана ризичност банака услед губитака довела је до активирања репутационог ризика, који је изражен кроз немогућност прибављања средстава на међубанкарском тржишту и до појаве неликвидности;
- одлив средстава депонената био је резултат неповерења становништва у ликвидност и солвентност банака;
- банке су биле принуђене да продају финансијску активу по далеко мањој вредности (тзв. продаја у циљу гашња пожара), што их је водило у даље губитке;
- да би обезбедиле додатну ликвидност, банке су морале да смање обим кредитирања привреде, односно да смање изложеност према реалном сектору (енгл. Deleverage);
- застој привредне активности узроковао је немогућност предузећа из реалног сектора да враћају кредите, што је активирало кредитни ризик банака и велики обим тзв. ненаплативих кредита (НПЛ – енгл. Non Performing Loans) и додатни притисак на капитал банака;
- у периоду експанзије шпекулативних улагања банке су, подстицане конкуренцијом („Када сви играју, мораш и ти“, рекао је први човек

³⁵² Frederic S. Mishkin, Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis, *NBER Working paper Series*, Working Paper 16609, December 2010, стр. 9.

³⁵³ Периодизација кризе у Еврозони може се наћи у: High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 4.

америчке банке Бенк оф Америка), формирале низ ванбилансних институција, чији ризик улагања није био везан за капитал банака, а у периоду кризе морале су су обавезе тих институција (енгл. Shadow Banking) исказати у билансима, што је повећало губитак банака и смањило регулаторни ниво капитала.

Криза банкарског система Еврозоне по својој оштрини и последицама, као и по трајању, превазишла је кризе банкарских система других развијених држава и поред масивне државне интервенције и активирања мера Европске централне банке на обезбеђивању ликвидности система. Финансијска криза трансформисана је од 2010. године у кризу јавног дуга Еврозоне и на тај начин су банке биле под сталним кризним притиском, који је отежавао развој монетарне интеграције. Сложени систем координације монетарне и фискалне политике, као и институционални дефицит интеграције, утицали су на спорост прилагођавања банкарског система кризним околностима, за разлику од других држава у којима је одлучивање било ефикасније у прилагођавању тржишним и кризним околностима. Оштрину кризе појачао је и „супервизорски национализам“, односно институционално уобличење контроле банака, која је била у надлежности држава чланица Еврозоне, без могућности координације акције на нивоу Еврозоне као целине (лабави „меморандуми о разумевању“ између националних супервизорских органа банака и финансијских тржишта нису омогућили ефикасну акцију на савладавању кризе)³⁵⁴. Са избијањем кризе, државе чланице су прибегле националним интервенцијама, затварајући тако национална банкарска и финансијска тржишта, појачавајући ефекте кризе. И механизми регулације на националном нивоу нису били адекватни кретањима на банкарским и финансијским тржиштима, тако да су пооштрили деловање кризе (на пример, регулација адекватности капитала банака, преузета из међународне регулативе Базелског комитета за банкарску регулативу; занемаривање регулативе ликвидности банака, неадекватно регулисање финансијских деривата; неадекватна процена ризика и ослањање на рејтинг

³⁵⁴ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 88.

агенције, које су често биле у сукобу интереса у процесу саопштавања оцена о бонитету појединих хартија од вредности и деривата; ослањање на микро-пруденциону регулативу, односно на регулативу ризика из пословања, а занемаривање системских ризика везаних за целину банкарских система; и др.)³⁵⁵.

Овакво стање регулације и аутархичне акције држава чланица значили су да се у току кризе, поред решавања билансних проблема банака, морају решавати и питања системског законодавства за банке као и институционалног усавршавања монетарне интеграције, у правцу јачања функција јединственог банкарског тржишта али и у правцу даље политичке интеграције у оквиру Европске уније.

Оштрини кризе допринео је и хипертрофирани банкарски систем – обим банкарске активе је у 2008. години износио 350% бруто друштвеног производа Европске уније (у поређењу са 78% у САД и 174% у Јапану у односу на респективан бруто друштвени производ)³⁵⁶, али и чињеница да су државе чланице настојале да сачувају „своје“ банке, полазећи од њихове важности за домаће банкарско тржиште, а у одсуству јединственог механизма санације и гашења банака на нивоу Европске уније и Еврозоне.

Криза банкарског система Еврозоне, као и Европске уније у целини, али и других банкарских система, започела је као криза биланса појединих банака, а затим је трансформисана у системску кризу, која је погодила поједине делове или целину националних банкарских система и јединствено банкарско тржиште Еврозоне. Системска криза није имала најочитије манифестације у „јуришу на депозите“ банака, као што је обично био њен ток у ранијим периодима, с обзиром да су државе на прве знаке кризе појачале „заштитну мрежу“ депонената, подижући границу осигурања депозита. Уместо тога, она је била усмерена на „јуриш на ликвидност“ банака³⁵⁷, као и њихових изведених ванбилансних институција (тзв. „банкарство у сенци“), које су банке користиле за улагања и трговину са хартијама од вредности и финансијским дериватима. „Пре кризе,

³⁵⁵ Видети шире у: The High Level Group of Financial Supervision in the EU (De la Rosiere Group), *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 10 – 11.

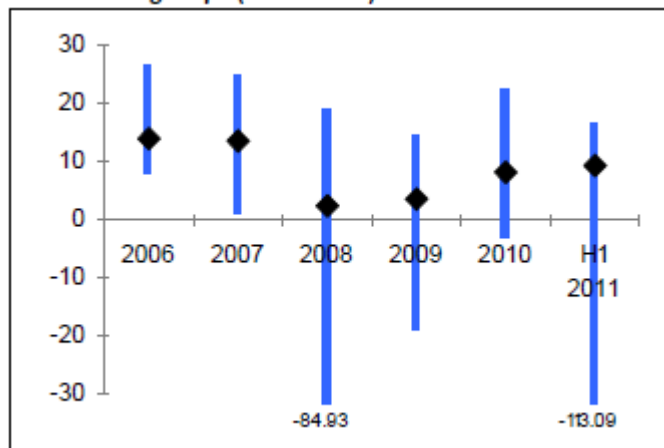
³⁵⁶ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 12

³⁵⁷ *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition*, Centre for Economic Policy Research, London, 2010, стр. 26.

системски ризик уобичајено се манифестовао кроз `домино ефекат`, у коме је слом једне банке изазивао слом других, кроз међубанкарску и другу билатералну изложеност. Криза је, међутим, имала другачију динамику. Она се испојила у суштини кроз шокове губљења поверења, очекивања и претпоставки. Опасност кризе је потхрањивала неизвесност и неповерење, што је за последицу имало замрзавање кредитног тржишта, са разарајућим ефектима по банке које су постале растуће зависне од фондова са тржишта³⁵⁸.

Финансијска криза је узроковала пад профитабилности банака и високе губитке, пад цена власничких хартија од вредности (акција) банака и општу неликвидност банкарског тржишта. Подаци могу илустровати ове констатације. Профитабилност банака обично се мери стопама повраћаја на акцијски капитал (Return on Equity, ROE) и стопом повраћаја на активу (Return on Assets, ROA). На примеру 20 банкарских група у Еврозони, видљиво је негативно кретање профитабилности.

Графикон 3.1. *Стопа повраћаја на акцијски капитал банкарских група Еврозоне*



Извор: High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 20.

Кретање берзанских индекса може илустровати вредност акција банака. Индекс европских банака које сачињава америчка компанија Доу Џонс (Dow Jones), показује следеће кретање у периоду јануар 2007 – јануар 2011. године:

³⁵⁸ Wim Fonteyne et al., *Crisis Management and Resolution for a European Banking System*, IMF, WP/10/70, March 2010, стр. 11.

Графикон 3.3. *Dow Jones Euro Stoxx Banks* индекс цена



Извор: High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 20.

Када је реч о обим неликвидности банкарског тржишта, треба навести податак да је прекогранични ток фондова само у последњем кварталу 2008. године био смањен за 1,8 хиљада милијарди долара, што је био „највећи пад у историји светског тржишта новца“³⁵⁹; релевантан податак који илуструје обим неликвидности банака у Еврозони може бити обим емисије новца Европске централне банке у периоду август 2007 – фебруар 2012, у износу од 1,1 хиљаду милијарди евра³⁶⁰; толико су кредити за ликвидност Европске централне банке супституисали недостатак тржишног прибављања ликвидности банака (на глобалном нивоу, односно светском тржишту новца, недостатак ликвидности може се изразити кроз укупни обим ликвидности одобрен од стране централних банака од 8,9 хиљада милијарди долара, по процени Међународног монетарног фонда из октобра 2009. године)³⁶¹.

Криза банкарских система и јединственог банкарског тржишта Еврозоне и Европске уније решавана је кроз неколико основних канала:

³⁵⁹ *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition*, Centre for Economic Policy Research, London, 2010, стр. 34.

³⁶⁰ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 22.

³⁶¹ *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition*, Centre for Economic Policy Research, London, 2010, стр. 33.

- државном интервенцијом на консолидацији и санацији банкарских система (у облику гаранција и ликвидне подршке, докапитализације и откупа проблематичне активе),
- санацијом појединих банака кроз ангажовање буџетских средстава (државна помоћ),
- ликвидном подршком Европске централне банке (у случају држава чланица Европске уније ван Еврозоне, подршком односних централних банака),
- Реформом и јачањем регулативе банкарског сектора на нивоу Еврозоне и координације регулативе у оквиру Европске уније.

Обим интервенције у банкарски сектор Еврозоне, а ради поређења и у банкарске секторе неких других развијених држава, у циљу решавања кризе наведен је у следећој табели.

Табела 3.1. *Обим интервенције у банкарске секторе (у мрд. долара)*

	Ликвидност централне банке	Државни откуп активе	Државне гаранције
САД	980	1,850	1,830
Еврозона	820	225	1,400
Велика Британија	150	450	1,250
Укупно	1,950	2,525	4,480

Извор: IMF, *Global Financial Stability Report - Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, April 2009, стр. 44.

Трошкови консолидације и санације банака држава чланица Еврозоне који су били резултат финансијске кризе (без кризе јавног дуга, о којој ће касније бити речи) увећали су буџетски дефицит на нивоу Еврозоне за 20%³⁶².

³⁶² High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 24.

Европска комисија је, непосредно по избијању кризе, прилагодила правила државне помоћи рекапитализацији банака, омогућајући на тај начин државама чланицама Уније да рекапитализацију спроводе³⁶³. Прилагођавање се односило на мере које државе предузимају и у областима откупа проблематичне активе и реструктурисања банака³⁶⁴. Јавна интервенција је, по становишту Европске комисије, „коштала пореске обвезнике значајну суму новца и чак довела јавне финансије неких држава чланица у област ризика“: између октобра 2008. и октобра 2011. године, комисија је одобрила 4,5 хиљаде милијарди евра (једнако 37% бруто друштвеног производа Европске уније) као државну помоћ финансијским институцијама, од чега је 1,6 хиљаду милијарди (једнако 13% бруто друштвеног производа) искоришћено у периоду 2008 – 2010. године. Гаранције и ликвидна подршка износили су 1,2 хиљаду милијарди или око 9,8% бруто друштвеног производа. Остатак је коришћен за рекапитализацију и откуп проблематичне активе у износу од 409 милијарди евре (3,3% бруто друштвеног производа Уније)³⁶⁵.

Државна интервенција у банкарски и финансијски сектор реализована је у условима снажне контракције бруто друштвеног производа Европске уније од 4,2% или 0,7 хиљаде милијарди евра у 2009. години³⁶⁶; просечна стопа незапослености је у Еврозони од 7,3% у предкризном периоду порасла на 11,1% у мају 2012. године (а на 10,4% у Европској унији); у односу на март 2008. године, у мају 2012. године незапосленост је у Еврозони порасла за 8 милиона радно активног становништва³⁶⁷. Реструктурисање, консолидација и санација банкарских

³⁶³ European Commission, *State aid: Commission gives guidance to Member States on measures for banks in crisis*, IP/08/1495, Brussels, 13th October 2008.

³⁶⁴ European Commission, *State aid: Commission adapts crisis rules for banks*, *Press release*, Brussels, 10 July 2013.

³⁶⁵ European Commission, *State Aid Scoreboard*, Autumn Update 2011 [COM(2011) 848].

³⁶⁶ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 10.

³⁶⁷ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 24.

система одвијала се у условима опште економске кризе Еврозоне и Европске уније³⁶⁸.

3.2. Санација банака – облици и механизми

Криза банака Еврозони отпочела је нешто раније од официјелног датума њеног настајања. Крајем јула 2007. године санирана је Немачка индустријска банка (Deutsche Industriebank IKB), која је у свом портфолију држала нестандартне америчке хипотекарне деривате, финансиране краткорочним позајмицама на тржишту новца. Када су цене ових деривата пале, Банка није могла да рефинансира обавезе, па је морала добити капиталну субвенцију немачке централне банке³⁶⁹.

То је био почетак консолидације и санације банкарских система и појединачних банака у Еврозони, погођених финансијском кризом. Трошкови санације у државама чланицама Еврозоне кретали су се од 4% бруто друштвеног производа у Шпанији, до око 40% бруто друштвеног производа у Ирској³⁷⁰.

Посебан проблем представљале су банке и банкарске групе у тешкоћама које су пословале у више држава чланица Еврозоне, због расцепканости регулативе у националним оквирима, што је захтевало координирану акцију више држава чланица. Примери такве санације били су решавање проблема банкарске и осигуравајуће групе Фортис (Fortis) и Дексија (Dexia). Оснивачи Фортиса и главни део пословања били су у државама Бенелукса. Крајем септембра 2008. године, Белгија, Холандија и Луксембург су преузели по 49% акција националних филијала Фортиса, са инфузијом у оснивачки капитал у износу од 11,2 милијарди евра; Холандија је била незадовољна заједничком поделом терета санације, па касније заменила свој улог куповином активе банкарске групе у Холандији за 16,8

³⁶⁸ European Commission, Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, *European Economy*, No 7/2009.

³⁶⁹ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 october 2012, стр. 5.

³⁷⁰ Rishi Goyal, et al., A Banking Union for the Euro Area, International Monetary Fund, *Staff Discussion Note*, SDN/13/01, February 2013, стр. 9.

милијарди евра, док је Белгија откупила активу банке у Белгији. На тај начин, ова банка била је подржављена³⁷¹.

Друга банкарска група са прекограничним активностима, која је била предмет санације, је француско-белгијско-луксембуршка банка Дексија (Dexia). Она није, као претходна, поцепана по националним линијама, што би санацију учинило скупљом, него је санирана као група заједничком акцијом наведених држава³⁷².

Санација банакарских система, појединих типова банака и индивидуалних банака на националном нивоу, у циљу обезбеђивања нормалног пословања банака, и на тај начин очување функција финансијске интермедијације које оне врше, није механизам који је настао са финансијском кризом 2007 – 2010. године. Историја рехабилитације банкарских система веома је богата³⁷³; процесу санације биле су подвргнути и банкарски системи Југославије и Србије³⁷⁴.

Дефиницију санације покушаћемо да изведемо из текста Директиве о опоравку и санацији кредитних институција и инвестиционих фирми Европске уније; у објашњењу термина којима се користи Директива, „санација је примена санационих инструмената у циљу остваривања једног или више циљева санације“. Санациони инструменти су: продаја активе (бизниса), стварање институције за премошћавање, раздвајање активе и претварање обавеза у капитал (члан 37. Директиве), док су циљеви санације (из члана 31. Директиве): „осигурање континуитета критичних функција, избегавање значајних негативних последица по финансијски систем, посебно спречавањем „финансијске заразе“ укључив и у области тржишне инфраструктуре и одржавање тржишне дисциплине; заштита јавних фондова смањивањем ослањања на ванредну јавну финансијску помоћ; заштита депозита и заштита фондова и имовине клијената“.

³⁷¹ Fabio Panetta et al., An assessment of financial sector rescue programmes, *BIS Papers*, No 48, July 2009, стр. 22.

³⁷² Wim Fonteyne et al., *Crisis Management and Resolution for a European Banking System*, IMF, WP/10/70, March 2010, стр. 13.

³⁷³ Перо Петровић, *Санација банкарских система – упоредна анализа*, Институт за међународну политику и привреду, Београд, 2002.

³⁷⁴ Бранко Васиљевић, *Санација банака – интегрални моменат кључни фактор транзиције у Југославији*, Факултет политичких наука – Центар за друштвено-економске студије, 2002.

Сажето представљено, санација је процес којим државни регулаторни органи успостављају нарушену ликвидност, солвентност и регулаторни ниво капитала у банкама, у циљу наставка њиховог пословања (енгл. Going Concern) посебно обнове кредитне активности, и избегавања преливања тешкоћа пословања на друге банке, становништво и привреду. Непосредни поводи санације су: губици банака, дуготрајна неликвидност, велики обим нестандартне активе (на пример, ненаплативих кредита) односно потенцијалних губитака, пад нивоа капитала у односу на ризичну активу (пад тзв. коефицијента адекватности капитала); мада је било примера санације и услед неодговарајућег управљања или активирања оперативних ризика у банкама (преваре).

Независно од претходно наведених „оруђа“ санације из Директиве, опоравак и санацију банака можемо представити кроз следеће модалитете:

- *Рекапитализација*

Рекапитализација је начин санирања банака који се спроводи додатним улагањем у капитал банке, ради подизања његовог регулаторног нивоа (адекватности) и обезбеђења ликвидности банке. Рекапитализацију спроводе постојећи и нови приватни акционари а затим и државе. Основни проблем код рекапитализације је статус постојећих акционара, односно очување њихових власничких права.

Државе чланице Евразоне су већ у првој недељи октобра 2008. године почеле да доносе законе који су омогућавали рекапитализацију банака буџетским средствима (Француска, Италија, Холандија и др.)³⁷⁵. Немачка држава је у децембру 2008. године докапитализовала Комерцбанку, другу по величини банку у овој држави, која је наследила лош портфолио кредита после фузије са Дрезднер банком. Износ докапитализације био је 18 милијарди евра. Немачка је докапитализацију извршила у складу са својим прописима о рекапитализацији, који

³⁷⁵ Fabio Panetta, Thomas Faeh, Giuseppe Grande, Corrinne Ho, Michael King, Aviram Levy, Federico M Signoretti, Marco Taboga and Andrea Zaghini, An assessment of financial sector rescue programmes, *BIS Papers*, No. 48, July 2009, табела, стр. 8.

дозвољавају ангажовање средстава у ту сврху ако је реч о банци која је фундаментално здрава и ако је могуће санирање њеног пословања³⁷⁶.

- *државно гарантовање пасиве/активе банака*

Држава гарантује обавезе банака, посебно уколико оне на тржишту капитала емитују дугорочне обвезнице ради прикупљања ликвидних средстава. На пример, дански парламент донео је на јесен 2008. године законски пакет који је укључивао двогодишњу државну гаранцију за све необезбеђене обавезе скоро свих данских банака. Укупна гарантована сума износила је скоро два пута бруто друштвени производ Данске³⁷⁷. Немачка држава гарантовала је активу банке Нуро Real Estate (HRE), како би обезбедила финансирање ове банке од стране конзорцијума банака и немачке централне банке. Државна гаранција је укључивала износ од 20 милијарди евра, плус гаранција емисије обвезница од стране *SoFFin* (*Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* – Специјалног стабилизационог фонда финансијског тржишта) у износу од 15 милијарди евра (банка је морала дати вишеструко већи колатерал)³⁷⁸.

Холандија је гарантовала портфолио ИНГ банке, јануара 2009. године: обезбеђена су средства за надокнаду губитка из портфолија, с тим што банка сноси један део губитка, а за осигурање портфолија плаћа премију држави³⁷⁹.

- *спајања и припајања банака (M & A)*

Овај облик санације је решење које је присутно у тржишним околностима и представља нормалан начин концентрације капитала у рукама способнијих власника, било путем берзанских операција куповине акција, било преко механизма (пријатељског или непријатељског) преузимања. У кризним условима,

³⁷⁶ European Commission, State aid: Commission approves recapitalisation of Commerzbank, Press Release, P/09/711, Brussels, 7th May 2009.

³⁷⁷ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 176.

³⁷⁸ Fabio Panetta, Thomas Faeh, Giuseppe Grande, Corrinne Ho, Michael King, Aviram Levy, Federico M Signoretti, Marco Taboga and Andrea Zaghini, An assessment of financial sector rescue programmes, *BIS Papers*, No. 48, July 2009, стр. 25.

³⁷⁹ European Commission, State aid: Commission approves restructuring plan of Hypo Real Estate and clears the aid, *Press Release*, Brussels, 18 July 2011.

држава санира банке мотивишући или принуђујући потенцијалне partnere на интеграцију. То је нарочито био случај са америчким регулаторним органима, који се пре колапса Лиман Брадерса иницирали и помогли (инфузијом капитала) припајање неколико инвестиционих банака комерцијалним банкама. Међутим, укупан број спајања и припајања у периоду врхунца кризе (2008 – 2009) био је веома мали, најнижи у претходних 15 година³⁸⁰, а у Еврозони је забележено само припајање дела банке Фортис банци НБП Париба (куповином 75% Фортиса од Белгијске владе).

- *претварање обавеза у капитал и/или брисање улога (енгл. Bail In)*

Ово средство санације има за циљ да спречи хазардерско понашање акционара и поверилаца банке, односно да они лошим управљањем банком креирају високе губитке, а после санације, која се одвија новцем пореских обвезника, да и даље остану власници банке.

На пример: у Данској од 1. октобра 2010. године, неосигурани кредитори (али не и становништво покривено осигурањем депозита) више немају гаранцију својих потраживања према банци. Стога је у санацији банке Amagerbanken, фебруара 2011. године, према свим повериоцима банке примењен је дисконт („шишање“ – енгл. Haircut) потреживања од 41%, а на крају санације и између 59% и 84,4%; у санацији банке Fjordbank Mors, дисконт је износио 26%³⁸¹.

- *Продаја неликвидне активе*

Држава преузима целу или део ризичне или неликвидне активе банке, чиме се побољшава ликвидност банке и доприноси повећању коефицијента адекватности капитала. Ова мера је први пут уведена у САД (Програм TARP), где се односила и на активу банака и других компанија. Немачки Soffin био је овлашћен да откупи проблематичну активу изабраних банака у износу до 5 милијарди евра, али та могућност није коришћена; почетком 2009. године усвојена је одредба да банке

³⁸⁰ Fabio Panetta, Thomas Faeh, Giuseppe Grande, Corrinne Ho, Michael King, Aviram Levy, Federico M Signoretti, Marco Taboga and Andrea Zaghini, An assessment of financial sector rescue programmes, *BIS Papers*, No. 48, July 2009, стр.19.

³⁸¹ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 176.

могу заменити своје проблематичне кредите (углавном деривате) за обвезнице које је гарантовао Фонд³⁸².

- *формирање тзв. банке за премошћавање и „добра и лоша банка“*

„Банка за премошћавање“ (енгл. Bridge Bank) је банка коју оснива држава, са привременом дозволом, како би преузела послове банке у тешкоћама и сачувала тај посао док државни органи не нађу стално решење за банку у тешкоћама (на пример, продају инвеститорима). „Добра и лоша банка“ значе одвајање активе банке на стандардну и нестандартну активу и предају ове друге компанији за управљање активом („лоша банка“), у циљу продаје. Циљ овог одвајања је оздрављење биланса банке.

У Данској је октобра 2011. године банка Sparekassen Sjælland A/S преузела здрави део активе (наплативи) банке Max Bank, док је држава преузела лоше (ненаплативе) кредите ове банке³⁸³. У Немачкој је, као што је напред наведено, омогућено банкама да лошу активу замене за обвезнице Стабилизационог фонда.

Немачка банка WestLB, регионална банка (Landesbank), трансферисала је „токсичну, оштећену и неликвидну“ активу на своју агенцију за управљање активом у замену за докапитализацију од стране државе, док је актива везана за пословање као штедне институције, што је био кључни бизнис банке, остала у банци³⁸⁴.

- *пренос активе (посла)*

Пример је већ поменути санација данске банке Amerbanken. Пошто банка није испуњавала критеријуме солвентности, регулаторни орган је пренео њену активу на ново-креирану банку – филијалу државне Финансијске стабилизационе компаније преко викенда, да се не изазвала паника код клијената. Нормални рад са

³⁸² Fabio Panetta, Thomas Faeh, Giuseppe Grande, Corrinne Ho, Michael King, Aviram Levy, Federico M Signoretti, Marco Taboga and Andrea Zaghini, An assessment of financial sector rescue programmes, *BIS Papers*, No. 48, July 2009, стр. 25.

³⁸³ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 79.

³⁸⁴ European Commission, State aid: Commission approves split-up of WestLB, Press Release, Brussels, 20 December 2011.

клијентима (кредитне и дебитне картице) није био прекинут, и банка је отворена јутро после викенда без икакве разлике³⁸⁵.

- *раздвајање пословања*

Холандска ИНГ група је, после државне интервенције и одобрења Европске комисије, раздвојила своје пословање у банкарској области и области осигурања и инвестиционог управљања (око 100 пословних јединица у око 40 држава). Операција је коштала око 200 милиона евра, а укључила је око 1,500 запослених широм света (од укупно 105,000 запослених)³⁸⁶.

- *национализација/подржављење банака*

Држава преузима банку ради санације, како би је касније продала заинтересованим инвеститорима непосредно или механизмом јавне понуде акција (ИПО – Initial Public Offering). Према томе, национализација банке није трајно решење за државу.

Ирска влада национализовала је највећу банку, Anglo Irish Bank Corporation. Ова банка углавном је пословала на тржишту некретнина, са великим портфолиом кредита грађевинским и стамбено - развојним компанијама и стога је била погођена негативним кретањима на тржишту некретнина у Ирској у 2008. години. Јануара 2009. године, она је била национализована, а средином исте године држава је рекапитализовала банку са 4 милијарде евра. Почетком 2010. године Банка је саопштила губитак од 12,7 милијарди евра – „то је био највећи губитак у корпоративној историји Ирске“. Актива у периоду кризе смањена је за скоро 20 милијарди евра. Европска комисија је одобрила да Ирска пружи државну помоћ Банци у износу од 10,3 милијарде евра марта 2010. године, а затим и 8,58 милијарди евра августа и додатних око 5 милијарде евра децембра исте године. Ова санација је подигла државни дуг Ирске на висину од 100% бруто друштвеног производа. Септембра 2010. године, влада је одлучила да подели банку на два дела:

³⁸⁵ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 177.

³⁸⁶ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 113.

банку за наплату активе који ће управљати постојећим портфолиом и банку средстава, која ће управљати депозитима³⁸⁷.

- *реструктурисање делова банкарског система*

Немачке регионалне банке (Landesbank), као и шпанске регионалне штедионице (Cajas), чији је пословни модел био окренут прикупљању средстава становништва и улагања у мала и средња предузећа, као и кредитирање становништва, у тежњи за реализацијом профита улагале су у област грађевинарства али и у дериватне финансијске инструменте. Са избијањем финансијске кризе оне су запале у тешкоће солвентности, оптерећене ненаплативим кредитима. Због тога су односне државе покренуле њихову санацију, а у неким случајевима и ликвидацију (Ситуација слична санацији америчких штедионица /Savings and Loans – S & L/, крајем прошлог века). Када је реч о немачким регионалним банкама, као услов за њихову санацију, односно одобрење државне помоћи, Европска комисија је поставила промену пословног модела, односно враћање традиционалној пословној оријентацији на „финансирање немачких средњих (Mittelstand) предузећа, подаље од ризичних инвестиционих активности“³⁸⁸, као и редуцирање утицаја регионалних власти на пословање банака чији су они главни оснивачи.

Шпанке штедионице су такође биле под политичким утицајем регионалних власти, што је ограничавало капацитете корпоративног управљања, али је, с друге стране, усмеравало њихове пласмане у област некретнина, која се у преткризном периоду налазила у инвестиционом „буму“. Криза шпанског банкарског система је била криза штедионица: три најзначајније штедионице имале су у 2012. години укупан дефицит од 54 милијарди евра – преко 5% шпанског бруто друштвеног

³⁸⁷ European Commission, *Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final, стр. 112.

³⁸⁸ European Commission, State aid: Commission approves LBBW restructuring plan and impaired assets relief measure, *Press Release*, IP/09/ 1927, Brussels, 15 th December 2009. European Commission, State aid: Commission approves restructuring of HSH Nordbank, subject to conditions, *Press Release*, Brussels, 20 September 2011.

производа³⁸⁹. Пошто су средства за санацију домаћег Фонда за помоћ банкама била недовољна, Шпанија се обратила за помоћ у санацији Европском стабилизационом фонду.

3.3. Институционалне реформе: Банкарска унија

Финансијска криза успорила је монетарну интеграцију Европске уније. Она је непосредно и најдубље погодила финансијско тржиште Уније, а њено комбиновано дејство са кризом јавног дуга, банкарски систем Еврозоне, као централни механизам спровођења јединствене монетарне политике. Наслеђе банкарске кризе и санације банака у Еврозони имало је неколико основних облика:

- фрагментација тржишта и затварање у националне регулаторне оквири, застој интеграције;
- немогућност спровођења јединствене монетарне политике, услед фрагментације тржишта, слабости банака и кризе реалног сектора услед заостајања кредитне активности;
- губљење поверења становништва у финансијски систем и финансијска нестабилност која је из тога проистекла;
- креирање зачараног круга односа: банке - јавни дуг, услед интервенције држава чланица у националне банкарске системе и последичне кризе јавног дуга.

Имајући у виду интегритет јединственог тржишта, односно достигнути степен интеграције Европске уније, било је потребно на основу краткорочних решења која су донета у функцији „гашења кризе“ донети мере које ће истовремено ојачати заједничке функције монетарне интеграције у циљу превазилажења последица кризе, а на дуги рок и успоставити стабилан регулаторни оквир и адекватну институционалну структуру монетарне интеграције.

³⁸⁹ Luis Garicano, Five lessons from the Spanish cajas debacle for the new euro-wide supervisor, у: Thorsten Beck, ed.: *Banking Union for Europe – Risks and Challenges*, Centre for Economic Policy Research, London, 2012, стр. 80.

Европска комисија је средином 2012. године иницирала, а председник Европског савета, Херман ван Ромпеј (Herman Van Rompuy), са председницима Комисије, Еврогрупе и Европске централне банке, уобличио је иницијативу за реформе Економске и монетарне уније, под називом: „Ка правој Економској и монетарној унији“, публиковану 26. јуна 2012. године³⁹⁰. Реформе су биле усмерене у јачање архитектуре Економске и монетарне уније, у четири „основна блока“:

- интегрисани финансијски оквир у циљу очувања финансијске стабилности, посебно у Еврозони, који захтева формирање јединственог механизма супервизије банака, јединственог механизма за решавање кризе банака – санације, као и јединственог механизма осигурања депозита банака и других депозитних институција;
- интегрисани буџетски оквир, који се односи на већу координацију и заједничко одлучивање у фискалној области, до могућности заједничке емисије јавног дуга;
- интегрисани оквир економске политике, који је усмерен на јачање раста, запослености и конкурентности, као и подршци развоју Економске и монетарне уније;
- јачање демократске одговорности институција Европске уније и Еврозоне.

Предмет анализе у овом одељку биће интегрисани финансијски оквир, док ће реформе „праве Економске и монетарне уније“ у другим „блоковима“ бити анализирани у следећој глави ове дисертације.

Интегрисани финансијски оквир је у материјалима Комисије и иступањима њеног председника, Жозе Мануела Бароса (Jose Manuel Barroso), крајем 2012. године, затим и у закључцима Европског савета од 28. јуна 2013. године³⁹¹, означен као Банкарска унија.

³⁹⁰ European Council, The president, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, EUCO 120/12 PRESSE 296 PR PCE 102, Brussels, 26 June 2012.

³⁹¹ <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-104-2013-REV-2/en/pdf>.

Банкарска унија представља увођење федеративних оквира у области банкарског система и логична је доградња карике која недостаје у монетарној унији као федералној творевини, односно Еврозони. Она се стога првенствено треба посматрати као средство ојачања монетарне интеграције и евра као њеног оперативног израза, као оквир који обезбеђује нормално спровођење монетарне политике и реализације њеног основног циља – стабилности цена. Наравно, треба имати у виду да она доприноси и финансијској стабилности Еврозоне (што би могао да буде други циљ монетарне политике Европске централне банке).

„Економској и монетарној унији потербна је Банкарска унија како би се осигурала ефикасна трансмисија јединствене монетарне политике, боља диверзификација ризика кроз државе чланице и адекватно финансирање привреде. Додатно, комплетирање Банкарске уније ће ојачати финансијску стабилност и Економској и монетарној унији, враћањем поверења у банкарски сектор кроз комбинацију мера које су усмерене и на поделу и на смањење ризика“³⁹².

Банкарска унија је конципирана тако да се на ниво Еврозоне подигне регулатива која се односи на надзор над пословањем банака (супервизија, пруденциона контрола), санација и њено финансирање и осигурање депозита банака.

Банкарска унија треба да допринесе слабљењу и дефинитивном прекидању везе – „зачараног круга“ - између банака и националног јавног дуга, која је последица акције држава чланица на отклањању кризе евра. Он се састојао у томе што су банке куповале обвезнице „својих“ држава, којима је у кризи пала вредност, што је проузроковало губитке банака, смањење капитала по том основу и потребу да их „своја“ држава санира емисијом обвезница, које су опет куповале банке³⁹³. „Зачарани круг“ односа банака и националног јавног дуга изразио је противречан однос интеграције банака и националне регулативе, односно тежње банака за ширењем пословања и недовољне регулације тог пословања на тржишту Европске

³⁹² European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: *"Towards the completion of the Banking Union"*, COM(2015) 587 final, Strasbourg, 24.11.2015, стр. 1.

³⁹³ Видети илустрацију у: European Commission, *Memo/Banking union: restoring financial stability in the Eurozone*, Brussels, 09 March 2015.

уније. Посебно је тај сукоб дошао до изражаја у Еврозони, с обзиром на потребу уједначавања финансијског тржишта у циљу оптималног спровођења јединствене монетарне политике, као и због чињенице да су банке у Еврозони на известан начин социјализовале ризик инвестирања у државне обвезнице различитих држава чланица, посебно држава чланица са „периферије“ Еврозоне (медитеранске земље), полазећи од очекивања да ће Еврозона солидарно покрити евентуалне губитке по основу улагања у обвезнице јавног дуга појединих држава чланица (и поред постојања клаузуле не-санације, о којој ће бити речи у следећој глави ове дисертације).

Наведени „зачарани круг“ прекида се реформом регулаторног оквира у оквиру Банкарске уније, која омогућава:

- већу резистентност банака на екстерне и интерне шокове, пошто ће „заједничка супервизија осигурати ефикасно оставривање јачих пруденционих захтева за банке, захтевајући од њих да одржавају адекватне резерве капитала и ликвидности“³⁹⁴ и на тај начин управљају ризицима и одржавају солвентност, односно способност покрића губитака уз наставак нормалног пословања. Ово су елементи јединственог (централизованог) механизма супервизије банака;
- санацију банака у тешкоћама „без новца пореских обвезника, ограничавајући негативне ефекте на фискалну позицију државе: санацију банака ће финансирати акционари банке и њени кредитори и кроз санациони фонд који финансира банкарска индустрија. Банке неће бити саниране од стране државе и фискална позиција држава чланица неће бити даље слабљена“³⁹⁵. Овај приступ је основа за јединствени (централизовани) механизам санације банака;
- осигурање депозита банака, подизање поверења становништва и инвеститора у банкарски систем и спречавање кризе ликвидности

³⁹⁴ European Commission, *Memo/Banking union: restoring financial stability in the eurozone*, Brussels, 09 March 2015, стр. 3.

³⁹⁵ European Commission, *Memo/Banking union: restoring financial stability in the eurozone*, Brussels, 09 March 2015, стр. 3.

банкарског система треба да омогуће да „уложени евро буде једнако заштићен“ на целој територији Банкарске уније. Овакав начин остваривања сигурности улагања је основа за јединствени (централизовани) систем осигурања депозита;

- банке неће бити „европске у животу а националне у смрти“, јер ће их надzirати истински европски механизам и у будућности ће њима управљати европски механизам³⁹⁶. Ово би могла да буде основа јединственог (централизованог) механизма ликвидације банака.

Формулисање идеје о Банкарској унији пратила је теоријска полемика о њеном обухвату, правној основи њеног формирања и надлежностима.

Дилеме око (географског) обухвата Банкарске уније проистичу из „различитих брзина“ интеграције, односно текуће институционалне структуре Европске уније. Она је могућа солуција за све државе чланице Уније, због постојања јединственог тржишта, које укључује и јединствено финансијско тржиште и била би логичка карика у регулацији и супервизији банкарског тржишта, као њиховог дела. Међутим, Европска унија је вишевалутна област, са различитим механизмима трансмисије монетарне политике, облицима обезбеђивања ликвидности банкарском сектору, монетарном и банкарском регулацијом. Само постојање држава чланица које имају опцију неприхватања евра као јединствене валуте и стога нису део монетарне интеграције, чини да је идеја банкарске уније за њих технички и политички неприхватљива. Велика Британија, због присуства снажног финансијског центра, лондонског Ситија, није спремна да прихвати ни елементе заједничког финансијског тржишта, а утолико више ни регулаторне и супервизорске надлежности Банкарске уније. Такође, Шведска није прихватила предложену интеграцију у Банкарску унију, како због постојања сопствене валуте, тако и због чињеница да има сопствени систем супервизије и санације банака, који се показао ефикасним у решавању кризе банкарског система у овој земљи, 90-тих година прошлог века.

³⁹⁶ European Commission, *Memo/Banking union: restoring financial stability in the eurozone*, Brussels, 09 March 2015, стр. 3.

Логична целина Банкарске уније је Еврозона. Због јединствене валуте, централизоване монетарне политике и интегрисаног банкарског система, у Еврозони је могуће ефикасно централизовати супервизију банака, организовати јединствен систем санације банака и јединствени механизам осигурања депозита. Проблем за неке државе чланице (Немачку) представљала могућност да се под окриљем Банкарске уније не формира „трансферна унија“, односно да дође до трајног преливања новца између држава чланица.

У одлучивању о опсегу Банкарске уније преовладао је став да она обухвати обавезно државе чланице Еврозоне због наведених предности, али да буде отворена и за друге државе чланице Европске уније, које изразе сагласност за чланство у њој. У том циљу, Банкарска унија би била конституисана путем међудржавног уговора држава чланица које прихвате чланство. „Овај приступ био би најчистији и логичан, ако би циљ био да се касније читава Европска унија укључи у Банкарску унију а да се при томе призна да текуће политичке околности то не дозвољавају“³⁹⁷. Овако конципирана Банкарска унија, сматрају Пизани – Фери (Pisani-Ferry) и др³⁹⁸, са практичног становишта ће веома тешко функционисати, пошто подразумева, бар у садашњој фази, координацију више валутних подручја. Али, са становишта монетарне интеграције она има оправдања, пошто је унапређује и ствара услове да државе чланице које су ван Еврозоне брже испуне критеријуме конвергенције и прихвате јединствену валуту. С друге стране, постоје и критике ове концепције, које полазе од специфичности саме Еврозоне и њене (недовршене) инаституционалне структуре, признајући да је „криза открила слабости у општој архитектури јединствене валуте. Од тада, ми смо установили јединственог супервизора и јединствену управу за санацију. Сада треба да направимо кораке ка јединственој шеми гаранције депозита. Како то чинимо, корак по корак, треба да осигурамо да смањење ризика иде руку под руку са поделом ризика. То је оно што смо одлучни да учинимо“³⁹⁹. Или, по мишљењу Чарлса Виплошћа (Charles

³⁹⁷ Douglas J. Elliott, Key Issues on European Banking Union: Trade-offs and Some Recommendations, Brookings Global Economy and Development, *Working Paper* 52, November 2012, стр. 16.

³⁹⁸ Pisani-Ferry, Jean, Andre Sapir, Nicolas Veron, and Guntram Wolff, What Kind of European Banking Union, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/12, June 2012.

³⁹⁹ European Commission, A stronger Banking Union: New measures to reinforce deposit protection and further reduce banking risks, *Press release*, Strasbourg, 24 November 2015.

Wyplosz), увођење у Банкарску унију држава чланица које нису још прихватиле евро, значи да „Комисија прави тешку грешку када предлаже солуцију Европске уније за проблем Еврозоне“⁴⁰⁰. Легитимно је питање: зашто државе чланице Европске уније које нису усвојиле евро треба да буду чланице Банкарске уније, имајући у виду њену специфичну сврху за Еврозону. Одговор може бити у позитивним екстерним ефектима које она може да има за њих, односно за јединствено финансијско тржиште Европске уније: „Треба признати да, јачајући стабилност и отклањајући фрагментације финансијског тржишта, добро-функционишућа Банкарска унија Еврозоне генерише позитивна преливања и јача функционисање јединственог тржишта Европске уније за финансијске услуге. Стога, остале државе чланице Европске уније имају легитиман интерес да систем буде постављен на прави начин. Јединствен механизам супервизије у Еврозони такође решава проблем координације, везан за супервизију прекограничних банака“⁴⁰¹.

Банкарска унија је конституисана као облик међудржавне интеграције, а са усвајањем Јединствене шема осигурања депозита, као комбинациона федералног (централизованог) и међудржавног регулисања. С обзиром на то, она почива на јединственом тржишту Европске уније, али га и надограђује за државе чланице Банкарске уније. Да би се очувао интегритет јединственог тржишта, односно сачували интереси држава чланица Европске уније које су ван Банкарске уније (за сада Велике Британије и Шведске), наглашено је да она почива на јединственој регулативи пословања, процедура и стандарда које прописује Европска банкарска управа (енгл. Single Rulebook), као орган микро-пруденционе контроле банака на нивоу Европске уније. Међутим, то не отклања сумњу Велике Британије у могућност да Банкарска унија буде препрека њеном чланству у Европској унији. По речима гувернера Енглеске банке, Хауарда Дејвиса (Howard Davies): „Претпостављам да ће Банкарска унија извесне врсте бити примењена и то врло брзо. У супротном, банкарски сием Еврозоне ће претрпети колапс. Али, последице таквог корака за велики експеримент европске слободне трговине могу

⁴⁰⁰ Wyplosz Charles, On Banking Union Speak the Truth, *Social Europe Journal*, September 17, 2012.

⁴⁰¹ Rishi Goyal et al., A Banking Union for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, SDN 13/01, February 2013, стр. 28.

бити озбиљне и, ако се њима коректно не управља, могу водити повлачењу Велике Британије⁴⁰². Због тога Велика Британија сматра да је формирање Банкарске уније добро за Еврозону, али не и за Европску унију⁴⁰³.

Претходна разматрања дају и елементе за утврђивање правног основа Банкарске уније. Она је заснована на члану 127. став 6. Уговора о функционисању Европске уније, који наводи: „Савет може, доносећи једногласно уредбу у складу са специјалном законодавном процедуром, а после консултација са Европским парламентом и Европском централном банком, поверити посебне задатке Европској централној банци који се односе на политике везане за пруденциону контролу кредитних институција и других финансијских институција, са изузетком осигуравајућих предузећа“⁴⁰⁴. Спорно је да ли ова одредба Уговора – без лабавије интерпретације⁴⁰⁵ – даје довољно основа за конституисање Банкарске уније, с обзиром на то да се односи на политику, а не на институционално уређење⁴⁰⁶. И сама уредба о формирању Јединственог механизма супервизије, која је заснована управо на датој одредби, утврђује да би било оправданије да се механизам конституише изменама оснивачких уговора кроз допуну наведеног члана, како би се омогућило државама чланицама које нису у Еврозони а јесу у Банкарској унији да учествују у механизму одлучивања у Европској централној банци, а Европском парламенту већа демократска контрола Европске централне банке⁴⁰⁷. Истовремено, промене оснивачких уговора омогућиле би да те државе постану чланице Банкарске уније на бази директних одредаба уговора (комунитарни метод) а не преко посебног међународног уговора, односно на бази механизма „унапређене сарадње“ предвиђеног оснивачким уговорима Европске уније. Пошто није

⁴⁰² Davies, Howard, European banking union raises unanswerable questions, *Guardian blog*, June 29, 2012.

⁴⁰³ Pisani-Ferry, Jean; Sapir, André; Véron, Nicolas; Wolff, Guntram B., What kind of European banking union?, *Bruegel Policy Contribution*, No. 2012/12, стр. 7, 8.

⁴⁰⁴ Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/103, 26. 10. 2012.

⁴⁰⁵ Rishi Goyal et al., A Banking Union for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, SDN 13/01, February 2013, стр. 24.

⁴⁰⁶ Douglas J. Elliott, Key Issues on European Banking Union: Trade-offs and Some Recommendations, *Brookings Global Economy and Development, Working Paper* 52, November 2012, стр. 17.

⁴⁰⁷ Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, *Official Journal of the European Union*, L 287/63, 29.10.2013, рецитал 86.

постојала политичка воља за промене оснивачких уговора, установљен је међудржавни формат Банкарске уније.

Кроз надлежности Банкарске уније функције које је, због значаја или економије обима, рационалније обављати централизовано, преносе се на ниво Еврозоне; централизација функција супервизије, санације и осигурања не значи и оперативну централизацију. „Чак и у комплетној Банкарској унији, примењиваће се принцип супсидијерности и многе супервизорске операције делегираће се националним и суб-националним телима, под влашћу европског супервизора. Ни под којим сценаријем ће хиљаде банака бити надзиране са централног нивоа“⁴⁰⁸.

Следећа табела представиће основне резултате интеграције у оквиру Банкарске уније, као компоненте монетарне интеграције Европске уније.

Табела 3.2. Основне компоненте Банкарске уније

Компонента	Статус	Опис
Јединствени механизам супервизије	Уредба (ЕУ) број 1024/2013, од 15. 10. 2013. о јединственом механизму супервизије; Уредба (ЕУ) број 1022/2013, од 22. 10. 2013, о промени гласања у ЕБА	У овом Јединственом механизму супервизије, ЕЦБ и национални органи супервизије одговорни су од 04. 11. 2012. за надзор над банкама држава чланица Банкарске уније.
Интегрисани оквир управљања кризама банака	Директива 2014/59/ЕУ од 15. 05. 2014, о оквиру за опоравак и санацију банака и инвестиционих фирми.	Оквир има за циљ управљање банкама у кризи и њихове ликвидације на предвидив и ефикасан начин, без трошења јавног новца. Оквиром управља Јединствени механизам

⁴⁰⁸ Pisani-Ferry, Jean; Sapir, André; Véron, Nicolas; Wolff, Guntram B., What kind of European banking union?, *Bruegel Policy Contribution*, No. 2012/12, стр. 11.

		санације.
	Уредба (ЕУ) број 806/2014 од 15. 07. 2014, о јединственим правилима и процедури санације банака.	Јединствени механизам санације обухвата све банке у Банкарској унији. Механизмом управља Јединствени одбор за санацију, а санација се врши уз помоћ Јединственог санационог фонда у који средства уплаћују све банке.
Јединствена шема осигурања депозита	Предлог Комисије од 24. 11. 2015. за измену Директиве (ЕУ) број 806/2014, у циљу увођења Европске шеме осигурања депозита	За сада постоје само националне шеме осигурања депозита. Предвиђа се фазно увођење Европске шеме преко реосигурања, коосигурања и пуног осигурања депозита свих банака у Банкарској унији до 2024.г. се кључном улогом јединственог Фонда за осигурање депозита
Јединствена књига правила Европске	Директива 2013/36/ЕУ од 26. 06. 2013, о	Само у 2012. години, 6 смерница, 4 папира за

банкарске управе (Single Rulebook)	пруденционој контроли банака (ЦРД 4) Уредба (ЕУ) број 575/2013 од 26. 06. 2013, о пруденционој контроли банака (ЦРР) Примењују се од 01. 01. 2014. године	дискусију, 14 консултативних папира и 23 нацрта техничких стандарда публиковано у вези са ЦРД 4.
---------------------------------------	--	--

Извор: European Court of Auditors, *European banking supervision taking shape — EBA and its changing context*, Special Report, 05/1014, Luxembourg, 2014, стр. 17. Модификовао Ј. Ш.

3.3.1. Системски ризик

Банкарска унија црпи своје основе из регулисања ризика у банкарском систему, као и из потребе за надзором ризичности банкарског пословања. Стога је она наставак реформи регулације и супервизије, која је у Европској унији започела одмах по избијању кризе и њених првих последица у току 2007. и 2008. године. Један од основних разлога дубине финансијске а затим и економске кризе у Европској унији био је недостатак адекватног надзора над пословањем финансијских институција, укључив и банке, и недовољна регулатива која би спречила фрагментацију националних тржишта и услед тога појачавање кризе, али и која би олакшала њено превазилажење. У сврху анализе слабости регулаторног оквира и надзора, као и у циљу давања препорука за решења која ће допринети савладавању кризе и њене превенције у будућности, крајем 2008. године формирана је Експертска група високог нивоа, којом је председавао Жак де Ларозијер (Jacques de Laroziere), бивши директор Међународног монетарног фонда. Група је поднела извештај Европској комисији у фебруару 2009. године⁴⁰⁹.

⁴⁰⁹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Laroziere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009.

У области идентификације, надгледања и контроле ризика пословања финансијских институција, Група је указала да на нивоу Уније не постоји механизам идентификације, ублажавања и отклањања последица деловања општих, системских ризика, односно да не постоји макро - пруденциона контрола (супервизија). “Кључна поука која се може извући из кризе... јесте хитна потреба да се унапреди макро-пруденциона супервизија у Европској унији за све финансијске активности”⁴¹⁰ Циљ макро - пруденционе контроле јесте са да се спрече шокови у финансијском систему као целини, како би се спречили губици реалног сектора привреде. „Док ризици финансијског система у принципу могу настати услед тешкоћа једне финансијске институције, ако је она довољно велика у односу на дату земљу и/или са бројним огранцима/филијалама у другим земљама, много важнији глобални системски ризик настаје из заједничке изложености многих финансијских институција истим факторима ризика”⁴¹¹.

Финансијска криза показала недостатак макро - пруденционе супервизије у Европској унији, односно да не постоје институције које би идентификовале ризике по целину финансијског, посебно банкарског система Уније. Стога је и предложила креирање такве институције, односно да „експлицитно и формално“ тај задатак повери Европској централној банци, односно Еврогрупи. Под окриљем и уз логистичку подршку Европске централне банке, задатке контроле системских ризика преузео би Европски савет за системски ризик (енгл. European Systemic Risk Council), - касније именован као Европски одбор за системски ризик (енгл. European Systemic Risk Board), надлежан за следеће области:

- анализа финансијске стабилности у Унији,
- развој система раног упозоравања на појаву ризика и рањивости финансијског система,

⁴¹⁰ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Laroziere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр . 44.

⁴¹¹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Laroziere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр. 38.

- макро-стрес тестирање у циљу верификације степен отпорности финансијског сектора на специфичне шокове и механизме транспоновања шокова преко граница и између сектора,
- дефинисање захтева за извештавање и обелодањивање захтева важних са макро-пруденционог становишта⁴¹².

Уредба о формирању Европског одбора за системски ризик утврђује као основни разлог за његово формирање обезбеђење финансијске стабилности у Европској унији нарушене финансијском кризом, која је „открила велике недостатке у финансијској супервизији, која није антиципирала развој негативне макро - пруденционе регулативе и спречила нагомилавање прекомерних ризика у оквиру финансијског система“⁴¹³. Задатак Одбора је „мониторинг и процена системског ризика у нормалним околностима у циљу ублажавања изложености система ризику слома системских компоненти, као и јачање отпорности система на шокове“. Системски ризици дефинишу се као „ризичи поремећаја финансијских услуга, узроковани значајним оштећењем свих или дела финансијског система Европске Уније, који имају потенцијал за озбиљне негативне последице по унутрашње тржиште и реалну привреду. Свака финансијска институција или посредник, тржиште, инфраструктура и инструмент имају потенцијал да буду системски значајни“ (рецитал 27 Уредбе). Одбор ће надгледати и процењивати ризике по финансијску стабилност које произилазе из „ околности које могу имати утицај и на секторски ниво и на финансијски истем у целини“.

Додатни елементи макро - пруденционе регулације на нивоу Европске уније садржани су у актима о адекватности капитала (Директива ЦРД 4 и Уредба ЦРР 4 о

⁴¹² The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр . 43. *Будети*: Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, *Official Journal of the European Union*, L 331/1, 15. 12. 2010.

⁴¹³ Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, *Official Journal of the European Union*, L 331/1, 15. 12. 2010.

захтевима за капиталом), које садрже „оруђа“ макро-пруденционе регулативе, као и у јединственом механизму супервизије, који је дао Европској централној банци „директну макро - пруденциону снагу у банкарским секторима држава учесница у овом механизму, које она дели са националним регулаторним органима“⁴¹⁴.

Недостатак јединствене регулације системског ризика имао је за последицу да су регулаторни органи третирали банке у својој јурисдикцији, које су исказале тешкоће у пословању, са мањом дозом објективности, страхујући да ће њихов евентуални слом изазвати системску кризу у националним оквирима. То се посебно односило на велике банке, према којима су заузимали став да су „сувише велике да би пропале“ (енгл. Too Big to Fail) . То објашњава што су у санацији таквих банака била ангажована изузетно висока буџетска средства, што је са своје стране допринело продубљавању кризе јавног дуга и даљој фрагментацији јединственог банкарског тржишта Евразоне. Ипак, у процесима санације показује се да постоје банке које се морају штитити, због системског ризика које може проузроковати њихово прекомерно преузимање ризика. Пракса санације банака у САД показује такво понашање регулаторних органа, и она је била основ да се слична решења уведу и у пруденциону контролу у Европској унији⁴¹⁵.

3.3.2. Тржишни ризик

Микро - ниво супервизије односи се на надгледање и ограничавање деловања шокова у индивидуалним финансијским институцијама, у циљу заштите корисника финансијских услуга. У току такве супервизије требало би да се спрече тешкоће индивидуалне финансијске институције: „микро - пруденциона супервизија настоји да предупреди (или бар ублажи) ризик заразе и последичне негативне екстерналије у облику губитка поверења у целокупни финансијски систем“⁴¹⁶. Де Ларозијева група је разматрала захтеве да се Европској централној банци повери супервизорски мандат и у области тржишних ризика у банкарском

⁴¹⁴ European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015, стр. 45.

⁴¹⁵ Richi Goyal et al., A Banking Union for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, SDN 13/01, February 2013, стр. 18.

⁴¹⁶ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр. 38.

систему, односно микро - пруденциона контрола у Еврозони, а посебно контрола прекограничног банкарства или системски значајних банака. „У таквом сценарију, надлежности које су сада поверене националним супервизорским органима, требало би да буду пренете на Европску централну банку која би, између осталог, давала дозволе институцијама у питању, наметала захтеве за капиталом и вршила инспекције на лицу места”⁴¹⁷. Група није прихватила такво ширење мандата Европске централне банке на микро - пруденциону контролу, из следећих разлога:

- пошто је Европска централна банка одговорна за монетарну стабилност, ширење мандата на микро - пруденциону контролу угрозило би тај њен задатак,
- санација банке значила би ангажовање фискалних органа и новца пореских обвезника, што би могло да има за последицу политичке притиске, који би могли да угрозе независност Европске централне банке,
- у случају кризе, Банка би морала да сарађује са великим бројем фискалних органа држава чланица,
- различите структуре и органи супервизије у државама чланицама отежавају компетентно решавање кризних појава,
- постојање више валута у Унији отежава интегралну супервизију,
- Европска централна банка није овлашћена оснивачким уговорима да контролише осигуравајуће институције, које такође могу бити извор системског ризика⁴¹⁸.

Показало се да је то била погрешна одлука Групе, јер су развој околности који је довео до кризе сувереног дуга и фрагментација тржишта, као последица кризе, која је условила искривљено деловање трансмисионих механизма

⁴¹⁷ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр . 43.

⁴¹⁸ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр . 44.

монетарне политике, условили да се јединственим механизмом супервизије успостави управо таква улога Европске централне банке у циљу јачања монетарне интеграције у Еврозони.

Микро-пруденциона контрола, односно контрола тржишних ризика, требало је да остане у надлежности националних регулатора, али организована на нов начин. Де Ларозијерова група је у том циљу предложила формирање Европског система финансијске супервизије (енгл. European System of Financial Supervision – EFSF)⁴¹⁹. Систем је требало да буде организован као „интегрисана мрежа европских финансијских супервизора“, који ће бити координисана од стране три посебне супервизорске управе: Европске банкарске управе, Европске управе за осигурање и добровољне пензијске фондове и Европске управе за хартије од вредности и тржиште (надлежна за регулисање емисије и трговине финансијским инструментима). „Да би била у положају да ефективно надгледа растуће интегрисано и консолидовано финансијско тржиште Европске уније (а нарочито велике прекограничне институције, које представљају системски ризик), управе ће извршавати дефинисани обим задатака који се могу боље извршавати на нивоу Европске уније. Супервизори држава чланица ће наставити да функционишу као прва тачка контакта за фирме, док ће европски центар координисати примену заједничких супервизорских стандарда високог нивоа, гарантовати строгу сарадњу са другим супервизорима и, што је веома важно, гарантовати да ће интереси регулатора у земљи пријема бити адекватно заштићени“⁴²⁰.

Европска банкарска управа (енгл. European Banking Authority), формирана је крајем 2010. године, и њена организација и функције установљене посебном уредбом ⁴²¹. Од циљева њеног оснивања, могу се издвојити неколико основних (члан 1, тачка 5 Уредбе) :

⁴¹⁹ Видети схему у: European Court of Auditors, European banking supervision taking shape — EBA and its changing context, *Special Report*, 06-2014, стр. 14.

⁴²⁰ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр. 48.

⁴²¹ Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC, *Official Journal of the European Union*, L 331/12, 15. 12. 2010.

- побољшање функционисања унутрашњег тржишта, посебно укључујући регулацију и супервизију банака и других кредитних институција,
- осигурање адекватне регулисаности и супервизије преузимања кредитног и других ризика у кредитној области, и
- јачање заштите потрошача банкарских услуга.

Управа има регулаторне и супервизорске функције. У области регулације банкарског тржишта, она има чисту саветодавну улогу: емитује необавезне смернице и препоруке, као и у утврђивању нацрта техничких стандарда који су директно примењиви у Европској унији у облику уредаба, које усваја Европска комисија. У области супервизије, ова управа учествује у супервизорским колецима (за поједине области супервизије) на добровољној основи и има могућност стављања на дневни ред ових органа својих предлога, а такође јој је поверена улога медијатора у случају неслагања између националних супервизорских органа.

Да би имала увид у финансијско стање банака чију је контролу требало да врши (по члану 35 Уредбе), Европска банкарска управа је извршила испитивање адекватности капитала банкарских институција. То је била мера која је требало да допринесе стабилизацији банкарског система у току финансијске кризе Европске уније и двоструке кризе финансијског система Еврозоне. Резултати испитивања су објављени средином јула 2011. године⁴²² и открили су висок ниво недостатка капитала за покриће могућих губитака банака Еврозоне, као резултат финансијске кризе и кризе сувереног дуга. Ово испитивање, познато као „тест стреса“ (енгл. Stress Test), није прошло осам банака (пет у Шпанији, две у Грчкој и једна у Аустрији). Међутим убрзо по објављивању резултата теста дошло је до тешкоћа у пословању и потребе за санацијом неколико банака које су прошле „тест стреса“ (две ирске банке и француско-белгијска банка Dexia)⁴²³. Ова чињеница је озбиљно нарушила кредибилитет Управе и била је један од разлога за формирање Јединственог механизма супервизије. Европска банкарска управа, по каснијим

⁴²² <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2011>.

⁴²³ European Stress tests – let's try again, *The Economist*, April 29th, 2014. Dexia poses setback for EBA stress test, *Financial Times*, October 5, 2011.

анализама, није имала довољно ресурса ни снаге да изведе такву операцију, нити је пажљиво анализирала квалитет aktive банака које је истраживала (укупно 90 банака)⁴²⁴.

3.3.3. Нови механизам супервизије банака

Обим и дубина кризе банкарског система Европске уније показала је неадекватност банкарске регулативе и надгледања њеног спровођења у односу на достигнути степен монетарне интеграције. Криза је довела до фрагментације банкарског тржишта, која је ослабила трансмисиони механизам монетарне политике. Пре кризе, монетарна политика успостављена је као искључива надлежност Европске централне банке, али је регулаторна надлежност над банкарским системом остала у подељеној надлежности Европске уније и држава чланица, а функцију надзора над применом те регулативе спроводили су национални регулаторни органи. То је имало као последицу, с једне стране, немогућност да Европска централна банка контролише канале трансмисије монетарне политике у Еврозони, пошто надзор над банкама од стране националних институција није имао јединствене стандарде и, с друге стране, постојала је могућност примењивања „лакше“ процедуре контроле од стране појединих националних контролних институција, што је могло да доведе до несразмерне концентрације ризика у националним банкарским системима држава чланица, која је могла да изазове системску кризу банака са последицама по целину Европске уније. Криза банкарског система, сасвим сигурно, не би била толико дубока да су примењивани исти стандарди надзора у свим државама чланицама Уније, а посебно у Еврозони.

Појмове регулација и супервизије банкарског сектора Ревизорски суд Европске уније дефинише на следећи начин:

„Термин *регулација* односи се на сет обавезних правила које прописује јавни орган или приватна институција којој је поверен јавни мандат. Правила примењују

⁴²⁴ *Europe's bank stress tests were unreliable, EU auditors say, Euractiv.com, 03 Jul 2014.*

сви регулаторни органи у извршавању својих функција; у области финансијских услуга, она укључују пруденциона правила за тржиште (усмерена да спрече појаву актера са сумњивом репутацијом или без неопходног финансијског капацитета за операције које они желе да спроведу) и ова правила имају за циљ контролу ризика који су везани за финансијске активности, корпоративно управљање и системе интерне контроле, правила вођења бизниса и метода супервизије⁴²⁵.

Термин „супервизија банака је чин мониторинга финансијских показатеља и операција банака, у циљу обезбеђивања да су оне извршене сигурно и исправно, као и уз поштовање правила и регулативе. Супервизију банака врше државни регулатори и она се врши у циљу спречавања пропасти банака“⁴²⁶.

Однос регулације банкарског тржишта и супервизије – надзора над пословањем банака – може се посматрати у светлу следећег става: „регулација укључује правила која прописују шта банке могу или не могу да чине, док супервизија верификује и намеће извршење таквих правила и додаје шира дискрециона овлашћења контроли преузимања ризика и осигурању одговарајуће капитализације /банака/. Обе треба да надограде тржишну дисциплину коју намећу повериоци банака и њихови акционари“⁴²⁷.

Из ове дефиниције произилази да је предмет супервизије контрола ризичности банкарског система. Она укључује контролу пословања банака и адекватности капиталне основе да поднесе негативне манифестације преузетих ризика, а да при томе банка може да настави своје нормално пословање. Основни задатак контроле „здрог пословања“ банке имају њени оснивачи, односно акционари, који су и најзаинтересованији да остваре максимизацију својих улога у банци – преко дивиденде коју генерише профитабилно пословање банке, као и капиталне добити која се формира када финансијско тржиште процени успешност

⁴²⁵ European Court of Auditors, European banking supervision taking shape — EBA and its changing context, *Special Report*, 06-2014, стр. 21. Преузето из: World Bank, *Legal Aspects of Financial Services Regulation and the Concept of a Unified Regulator*, World Bank, Washington, DC, 2006.

⁴²⁶ European Court of Auditors, European banking supervision taking shape — EBA and its changing context, *Special Report*, 06-2014, стр. 21. Преузето из: Webster's *New World Finance and Investment Dictionary*.

⁴²⁷ Rishi Goyal, Petya Koeva Brooks, Mahmood Pradhan, Thierry Tressel, Giovanni dell'Ariccia, Ross Leckow, Ceyla Pazarbasioglu, and an IMF Staff Team, A Banking Union for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, February 2013, SDN/13/01, стр. 7.

пословања банке и ту процену изрази кроз повећану вредност њених акција. У условима раздвајања управљања од својине над капиталом, банкама управља менаџерски слој, који може имати друге интересе у пословању банке, различите од интереса акционара, а који се свode на максимизацију личних користи. Принципи корпоративног управљања требало би да реше овај тзв. „агенцијски проблем“ и да омогући да се реализује контрола акционара. То не значи да регулаторни органи немају основа за контролу пословања банке. Они то чине полазећи од јавног интереса које банке у оквиру свог пословања реализују, пошто су институције кредита, засноване на поверењу.

Супервизија банкарског система укључује пруденциону контролу пословања банака, односно испитивање ризичности пословања и адекватност капиталне основе банака, али има шири обим и односи се и на ризични профил банкарског система као целине, пошто се у целини банкарског система могу формирати изразите концентрације ризика (на пример, у току финансијске кризе у банкарским системима Ирске или Шпаније, а у кризи сувереног дуга и у банкарском систему Кипра). Супервизија се такође односи и на поштовање професионалних стандарда („правила струке“) у пословању банака, а такође укључује и заштиту корисника банкарских услуга од арбитрерних пословних одлука банака, као и оперативних ризика који могу имати последица по кориснике (банкарске злоупотребе).

Пре финансијске кризе, супервизију банкарских система вршили су национални регулатори кроз неколико основних институционалних облика. Основни облик била је супервизија националне централне банке, полазећи од чињенице да она има највећи обим информација о пословању банака и највећи интерес за нормално пословање банака, пошто је банкарски систем основа трансмисије монетарне политике (у оба канала: каматне стопе и расположивости кредита)⁴²⁸. У неким земљама, као што је Велика Британија, у периоду од 1990. до 2010. године, контролу банкарског система спроводила је посебна независна агенција – Управа за финансијске услуге, али је од 2010. године ова функција поново

⁴²⁸ European Central Bank, *Recent developments in supervisory structures in the EU member states (2007-10)*, Frankfurt, October 2010.

враћена централној банци. У САД контролу пословања банака врши пет посебних институција, укључујући и Систем федералних резерви, свака са становишта појединих облика пословања банака.

До финансијске кризе Еврозоне, национални регулаторни органи држава чланица су системом меморандума о разумевању установили међусобну сарадњу када је реч о контроли пословања банка које су имале прекограничне организационе облике или пословање. Ова национална надлежност проистицала је из хармонизованог законодавства Уније, а посебно је добила израз у Другој банкарској директиви (усвојеној 1989. године), која је предвиђала надлежност контроле банака од стране државе чланице Уније у којој се налази седиште банке (принцип „домаће контроле“, Home Country), укључив и контролу њених огранака у другим државама чланицама Уније (енгл. Host Country). Националне супервизорске органе координирала је, на нивоу Европске уније, Управа за банкарски надзор.

Европска централна банка имала је ограничен утицај на супервизију банака, садржан у члану 127. тачка 5. и 6. Уговора о функционисању Европске уније⁴²⁹. У првој од ових тачака се констатује да ће Европска централна банка „допринети несметаном вођењу политика одговарајућих власти које се односе на пруденциону супервизију кредитних институција и стабилност финансијског система“. У другој тачки наводи се да ће Савет моћи да једногласно донесе уредбе у складу са специјалном законодавном процедуром (користећи се правом да их донесе сам, без садејства Европског парламента) којима ће „поверити посебне задатке Европској централној банци који се односе на политике пруденционе супервизије кредитних институција и других финансијских институција, са изузетком осигуравајућих предузећа“.

Наведени члан Уговора о функционисању Европске уније је правни основ за централизацију (федерализацију) супервизије банака, односно за стварање Јединственог система супервизије у Еврозони. Постојање ових одредаба је омогућило доношење политичке одлуке о увођењу јединствене супервизије, а да се не врши промена оснивачких аката Уније. С друге стране, поменуте одредбе

⁴²⁹ *Official Journal of the European Union*, C 326/103, 26. 10. 2012.

Уговора су омогућиле да се овај задатак повери Европској централној банци, мада је било мишљења да се он може поверити и другим институцијама, на пример Европској банкарској агенцији⁴³⁰. Поред правног аргумента, за избор Европске централне банке као носиоца јединственог механизма супервизије наведен је и аргумент сврсисходности: да је Европска централна банка оспособљена да прикупља информације о финансијском положају банака. Оно што посебно квалификује Европску централну банку за функцију јединственог супервизора јесте чињеница да је Банкарска унија остварена као обавезан облик организације банкарског система за државе чланице Еврозоне и да је Банка природно заинтересована за стабилност банкарског система у циљу неометеног спровођења монетарне политике, ради остваривања основног циља монетарне политике – стабилности цена. С обзиром на основну функцију Европске централне банке, могућ је конфликт интереса између спровођења монетарне политике и обављања послова супервизије банака у случајевима када „одлуке монетарне политике утичу на солвентност банака или када потребе одржавања финансијске стабилности могу захтевати обезбеђење ликвидности несолвентним банкама. Као зајмодавац, Европска централна банка може се такође суочити са конфликтом интереса када се од ње, као супервизора, захтева да одузме лиценцу и узрокује санацију која може имати за резултат губитка поверилаца банке. Такви потенцијални конфликти захтевају одговарајући механизам ограничавања и уравнотежавања (енгл. *Checks and balances*), као што су транспарентност у доношењу и извршавању одлука Управног савета Европске централне банке⁴³¹. Сукоб интереса решава се и стриктном поделом надлежности у организационој структури, односно строгим одвајањем интерних организационих делова Европске централне банке.

За Европску банкарску агенцију у процесу супервизије резервисан је положај хармонизације примене прописа о банкама у Европској унији као целини, односно примене тзв. „јединствене књиге правила“ (енгл. *Single Rulebook*), ради уједначавања праксе банака и других финансијских институција. Правила која се

⁴³⁰ Видети: Douglas J. Elliott, Key Issues on European Banking Union – Trade-offs and Some Recommendations, Brookings Institution, Global Economy and Development, *Working Paper 52*, November 2012, стр. 24.

⁴³¹ Rishi Goyal, et al., A Banking Union for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, February 2013, SDN/13/01, стр. 14.

уједначавају налазе се у правним актима које важе за Унију као целину, као што су Директива и Уредба о адекватности капитала (ЦРД 4 и ЦРР).

На тај начин, (према тзв. данском компромису)⁴³² успостављена је дуална институционална основа супервизије банака у Европској унији: с једне стране, кроз Јединствени механизам супервизије (енгл. Single Supervisory Mechanism), Европска централна банка надлежна је за супервизију банака у Еврозони и државама чланицама које су прихватиле Банкарску унију (државе чланице Јединственог супервизорског механизма), која се уређује актима Европске централне банке. Јединствени механизам супервизије је институционална основа у којој сама Европска централна банка контролише „значајне банке“, а национални регулаторни органи контролишу „мање значајне банке“, али под општим надзором и уз регулативу Европске централне банке⁴³³. Одређене области супервизије у државама чланицама банкарске уније (на пример, заштита потрошача финансијских услуга, прање новца, контрола филијала банака трећих држава)⁴³⁴ у надлежности су националних супервизорских органа. На инсистирање Немачке⁴³⁵ (због јаког сектора регионалних банака), мање банке у Еврозони у надлежности су националних регулаторних органа. С друге стране, у осталим државама чланицама Европске уније (Велика Британија, Шведска) и оним које још нису потписале меморандум о разумевању са Европском централном банком о Јединственом механизму супервизије, за супервизију банака надлежни су национални регулаторни органи. Треба напоменути да до краја октобра 2015. године, ни једна држава чланица Европске уније ван Еврозоне није приступила Јединственом механизму супервизије⁴³⁶.

Шта је смисао система јединствене супервизије банака? Овај механизам ће „олакшати системски приступ супервизије управљања ризиком за све земље и

⁴³² Постигнуто за време данског председавања Саветом.

⁴³³ О класификацији банака на „значајне“ и „мање значајне“, видети: European Central Bank, *Guide to Banking Supervision*, Frankfurt am Main, November 2014, стр. 10.

⁴³⁴ European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council: *A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, 12. 9. 2012, стр. 7.

⁴³⁵ Hesse, Martin, Christoph Pauly and Christian Reiermann, Brussels Pushes Forward with EU Banking Union, *Der Spiegel*, September 11, 2012. *Видети и*: члан 6. уредбе о надлежностима Европске централне банке у јединственом механизму супервизије.

⁴³⁶ European Commission, Completing Europe's Economic and Monetary Union: Commission takes concrete steps to strengthen EMU, *Press Release*, Brussels, 21 October 2015.

помоћи ће идентификацији и превенцији акумулисања прекомерне концентрације ризика. Он ће наметнути конзистентну регулацију кроз целу Банкарску унију, смањити националне дисторзије и боље ће утицати на прекограничне проблеме и фрагментацију. Он ће бити мање подложен доминацији локалних интереса⁴³⁷. Јединствени механизам супервизије посебно је значајан имајући у виду формирање прекограничних банака, насталих било процесима концентрације банкарског капитала, било преко централизације капитала постојећих банака у облику прекограничних спајања и припајања (фузија и аквизиција), које се у савременој економској терминологији означавају као М & А (енгл. Mergers and Acquisitions). Они су довели до егзистенције банкарских група које своје пословање обављају на територији више држава чланица и стога могу да користе предности регулаторне арбитраже – односно да премештају пословање тамо где је супервизија блажа и на тај начин доприносити повећању ризичности пословања. У Еврозони је идентификован низ таквих банкарских група. Оне постају „сувише велике да би пропале“⁴³⁸ с обзиром на системску кризу које би то изазвало и ефекте преливања евентуалне кризе на банкарске системе других држава и јединствено финансијско тржиште, чији је банкарско тржиште састави део. Ове банке постају „системски значајне“ за Еврозону и Унију као целину и стога морају бити под наднационалном супервизорском контролом, коју обезбеђује Јединствени механизам супервизије.

Независно од ових дугорочних циљева супервизије, увођење јединственог механизма супервизије требало је да помогне на кратак рок решавању комбиноване кризе банкарског система и јавног дуга Еврозоне, односно прекидању „зачараног круга“ односа банака и јавних финансија. Управо имајући то у виду („потврђујемо да је императив прекинути зачарани круг банака и сувереног дуга“), Евросамит је (крајем јуна 2012. године) наложио Комисији припрему Јединственог механизма супервизије, који је требало увести до краја 2012. године⁴³⁹. На бази Јединственог механизма супервизије банака, Европски стабилизациони механизам може да

⁴³⁷ Rishi Goyal, et al., A Banking Union for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, February 2013, SDN/13/01, стр. 8. *Будећу и* : European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, 2014, стр. 38.

⁴³⁸ Morris Goldstein and Nicolas Véron, Too Big to Fail: The Transatlantic Debate, Peterson Institute for International Economics, *Working Paper Series*, WP 11 – 2, January 2011.

⁴³⁹ Euro Area Summit Statement, 29 June 2012.

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf.

одобрава кредите за санацију и рекапитализацију банака директно, без потребе да гаранцију за те кредите дају државе чланице, повећавајући тако свој јавни дуг – као што је случај и кад оне саме санирају и рекапитализују банке.

Према „мапи пута“ Комисије, до средине 2013. године требало је да у Јединствени систем супервизије буду укључене све „значајне европске системски важне банке“, а од почетка 2014. године и све остале банке (с изузетком малих и кооперативних банака). У транзиционом периоду, Европска централна банка је извршила продубљену контролу квалитета aktive банака (engl. Assets Quality Review) које ће контролисати, како би стекла увид у обим неперформансних кредита, односно обим потребног капитала за покриће евентуалних губитака. Јединствена супервизика отпочела је 4. новембра 2014. године⁴⁴⁰.

Надлежности Јединственог механизма супервизије, односно Европске централе банке као супервизора су⁴⁴¹:

- давање дозволе за рад банке, које укључије процену њене могућности да подноси ризике из пословања, као и квалитета менаџмента, и одузимање дозволе, ако банка не испуњава сврху оснивања;
- давање дозволе за стицање значајног власничког учешћа у банци;
- процена адекватности капитала за преузете ризике;
- оцена способности банке да савлада макро - пруденционе или системске ризике адекватним резервама капитала;
- спровођење стрес тестова за оцену способности банке да настави нормално пословање;

⁴⁴⁰ European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015, стр. 36. Сему јединствене супервизије видети у: European Court of Auditors, *European banking supervision taking shape — EBA and its changing context*, Special Report, 05/1014, Luxembourg, 2014, стр. 18.

⁴⁴¹ Члан 4 Уредбе о поверавању Европској централној банци функције супервизије; Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, *Official Journal of the European Union* L 287/63, 29. 10. 2013.

- надгледање консолидованих банкарских група, финансијских холдинга и мешовитих финансијских холдинга;
- оцена квалитета корпоративног управљања у банци;
- право ране интервенције у циљу окончања тешкоћа с којима се банка суочава у пословању;
- могућност смене менаџмента уколико то оцени неопходним.

Европска централна банка делује као носилац јединственог система супервизије, који обухвата и националне регулаторе, али Банка одговара за конзистентност и ефикасност супервизије. Национални регулатори помажу Европској централној банци у припреми супервизорских мера и следе инструкције Банке у спровођењу својих задатака супервизије. Европска централна банка непосредно одлучује о давању и одузимању дозвола за рад банкама, као и о стицању квалификованог учешћа у капиталу; у осталим активностима утврђује уредбе, смернице и генералне инструкције националним регулаторним органима у извођењу супервизије, а ако оцени као неопходно, може извршити и непосредну супервизијску контролу банака.

Према листи од 30. септембра 2015. године, Европска централна банка врши непосредни надзор над 123 највећих банкарских група („значајне банке“), које обухватају око 1200 банака и других кредитних институција у државама чланицама јединственог механизма супервизије, а посредни надзор и над око 3.500 „мање значајних“ банака, над којима непосредну контролу врше национални регулаторни органи⁴⁴². У надлежности националних регулаторних органа је супервизија мањих банака (са активом мањом од 30 милијарди евра), сем давања и одузимања дозвола и правила о квалификованом учешћу.

Европска централна банка вршиће и супервизију банака у државама чланицама Уније изван Евроzone, уколико постигне такав споразум са регулаторним органима тих држава. Пошто такве државе чланице нису представљене у основном органу одлучивања у Европској централној банци,

⁴⁴² <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/who/html/index.en.html>.

Управном савету, Уредба предвиђа одговарајућу процедуру у случају њихове несагласности са одлукама Управног савета. Велика Британија и Шведска су унапред најавиле да неће учествовати у јединственом механизму супервизије⁴⁴³.

Да би јединствени механизам супервизије адекватно функционисао, Европска централна банка поседује истражно право (прикупљање информација, вођење истрага, као и инспекције у објектима банака); у ту сврху, она може примењивати и принудне мере. Она може изрицати административне казне банкама за непоштовање њених одлука, које могу бити и до износа два пута вишег од оствареног профита (избегнутог губитка) насталог непоштовањем инструкција, или до 10% укупног годишњег промета банке.

Уредба о јединственом механизму супервизије гарантује Европској централној банци институционалну независност, односно слободу од утицаја других институција Уније и држава чланица у обављању функција супервизије. Она ће бити одговорна Европском парламенту и Савету кроз редовне годишње извештаје као и саслушања у одговарајућим комитетима Европског парламента и у Еврогрупи (уз учешће регулаторних органа држава чланица ван Еврозоне кој су прихватиле јединствени механизам супервизије). Предвиђен је и механизам обезбеђивања демократске контроле националних парламената заинтересованих држава чланица.

Једна од најважнијих примедба за поверавање супервизијске функције Европској централној банци односила се на могући конфликт интереса њене функције креатора монетарне политике и функције супервизора. Овај конфликт интереса подразумева да би Банка могла да води блажу супервизијску политику према банкама којима је одобрила додатну ликвидност, односно да би могла ускратити одобравање ликвидности банкама које су у поступку супервизије оцењене као потенцијално нестабилне. Посебно се апострофира и могући конфликт у Управном савету Банке, који је надлежан у крајњој инстанци за обављање обе функције. Да би се конфликт интереса онемогућио, у организацији Европске централне банке предвиђени су „противпожарни зидови“ (енгл. Firewall). Прво,

⁴⁴³ Véron, Nicolas; Wolff, Guntram B., From supervision to resolution: Next steps on the road to European banking union, *Bruegel Policy Contribution, Issue 2013/04*, February 2013, стр. 7.

„запослени који обављају задатке поверене ЕЦБ овом Уредбом биће организационо одвојени и одговараће по посебним линијама извештавања, од запослених који су укључени у обављање других задатака поверених ЕЦБ“ (члан 25, став 2 Уредбе број 1024/2013). Друго, „ЕЦБ ће осигурати да је одлучивање Управног савета у потпуности различито када је реч о монетарним и супервизорским функцијама. Ово разликовање укључиће строго одвојене састанке и дневне редове“ (члан 25, став 4. Уредбе број 1024/2013). Треће, за планирање и извршење послова супервизије утврђена је надлежност надзорног одбора, кога чине председник и потпредседник, представници Европске централне банке као и свих држава чланица јединственог механизма супервизије. „Сви чланови надзорног одбора деловаће у интересу Уније као целине“ (члан 26, став 1. Уредбе број 1024/2013).

За обављање послова супервизије, Европска централна банка наплаћиваће провизију („годишња супервизорска провизија“) од банака које регулише.

Јединствени механизам супервизије обухвата и реформисану улогу Европске банкарске управе, као институције која је надлежна за регулацију микро-финансијских ризика у банкарском систему Европске уније⁴⁴⁴. Пошто банкарска унија не обухвата све државе чланице Европске уније, потребна је координација пруденционог надзора на банкарском тржишту Европске уније, као делу јединственог финансијског тржишта Уније, као и хармонизација правила пословања банака и заштите корисника финансијских услуга – потрошача. Као орган надзора над банкама, „Јединствени механизам супервизије ће извршавати своје задатке на основи и уз подвргавање правилима Европске банкарске управе“⁴⁴⁵.

Конституисање јединственог регулаторног механизма подразумевало је да се унесу модификације у начин одлучивања унутар Европске банкарске управе, док је њена основна улога координације националних регулатора и установљавања стандарда пословања за целину Европске уније остала непромењена. Она не врши директан супервизијски надзор, али кроз креирање тзв. књиге правила (енгл. Rulebook), она доприноси уједначавању праксе и јединственој примени усвојене

⁴⁴⁴ Regulation (EU) No 1022/2013 of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards the conferral of specific tasks on the European Central Bank pursuant to Council Regulation (EU) No 1024/2013, *Official Journal of the European Union*, L 287/5, 29.10.2013.

⁴⁴⁵ European Central Bank, *Guide to Banking Supervision*, Frankfurt am Main, November 2014, стр. 21.

регулативе, посебно у области оцене адекватности капитала банака и других финансијских институција, која је саставни део међународне регулативе институција пруденционе контроле развјених земаља кроз тзв. Базелски комитет банкарске регулативе. У оквиру Европске уније, реформисана правила Безелског комитета (Базел 3) усвојена су кроз Директиву о захтевима капитала (ЦРД 4)⁴⁴⁶ и Уредбу о захтевима капитала (ЦРР 4)⁴⁴⁷, које су ступиле на снагу почетком 2014. године. Ова два законска текста садрже и одредбе које имају макро-пруденциони карактер спречавања формирања системског ризика, као што су заштитни слојеви капитала (контрациклични слој капитала, који се формира у повољним пословним околностима, како би служио као резерва и неповољним; слој за системски ризик, којим се ублажавају облици системског ризика; слој за глобалне системски важне институције у банкама које су значајне за глобалну финансијску стабилност; слој за остале системски важне институције, који садржи издвајање из капитала за покриће домаћих ризика). Циљ ових заштитних слојева је да обезбеде несметану реализацију кредитне активности банака према реалном сектору и у условима формирања системског ризика на финансијском тржишту. Наведени текстови захтевали су да Европска банкарска управа усвоји више од 100 регулаторних и имплементационих обавезних техничких стандарда у оквиру своје „Књиге правила“. Обавезне стандарде усваја Европска комисија и они постају директно примењиви у свим државама чланицама Уније, постајући на тај начин део домаћег законодавства.

У циљу одржавања интегритета јединственог тржишта Уније, на захтев Велике Британије, у областима које се односе на обавезне техничке стандарде и правила њихове имплементације, смернице и препоруке које доноси Надзорни одбор Европске банкарске управе, правила гласања су адаптирана, тако да одражавају позиције националних регулаторних органа држава чланица које учествују у јединственом механизму супервизије и оних који не учествују. За

⁴⁴⁶ Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC, *Official Journal of the European Union*, L 176/338, 27. 6. 2013.

⁴⁴⁷ Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012, *Official Journal of the European Union*, L 321/6, 30. 11. 2013.

одлуке у тим областима потребна је већина гласова представника држава чланица и већина гласова представника држава које нису чланице јединственог механизма супервизије (члан 44, став 1. Уредбе број 1022/2013). Док је у Надзорном одбору обезбеђено представљање интереса сваке државе чланице кроз чланство представника националних регулаторних органа, одредбе о саставу Управног одбора садрже одредбе о „равноправном представљању“ и држава чланица Јединственог механизма супервизије и оних које нису чланице: у саставу Управног одбора обавезно је чланство бар два представника држава-нечланица (члан 45, став 1. Уредбе број 1022/2013).

3.3.4. Санација и гашење банака

Супервизија банака, макар и најобухватнија, не може спречити да се банка у неком временском периоду не нађе у тешкоћама. Преузимање ризика и профитна мотивација, две основне полуге банкарског улагања, и поред модерних техничких средстава, стручних процедура и савремених модела предвиђања и оцене, не могу увек парирати тржишним токовима у којима се банка налази. Већ су наведене основне врсте ризика који утичу на квалитет укупне активе банака, њен кредитни и инвестициони портфолио, рочну трансформацију извора и пласмана, квалитет управљања и одговорност запослених. Томе треба додати ризике контрапартнера, како у банкарском, тако и у реалном сектору, који су последица неповољних тржишних околности, као и системски ризик на банкарском тржишту, који су били посебно изражени у периоду финансијске кризе. Све ове околности могу довести до релативних губитака, али и тзв. потенцијалних губитака, посебно изражених у формирању тзв. ненаплативе активе (НПЛ). Када на захтев регулаторних органа из прихода изврше резервације за реалне и потенцијалне губитке и у тој мери смање своју капиталну основу, тако да немају адекватан капитал за покриће губитака, банке постају несолвентне и не могу на дужи рок очувати способност пословања. Несолвентност банака обично прати и њихова неликвидност, односно неспособност да на кратак рок испуне захтеве депонената и корисника кредита.

Док је задатак централне банке да као кредитор у крајњој инстанци обезбеди ликвидна средства банкама које су неликвидне али солвентне, дотле се солвентност банака решава кроз механизам санације.

Санација банке (енгл. Bank resolution) је „посебан правни режим за нормално реструктурисање и/или ликвидацију извесних финансијских институција. За такве институције, општа процедура стечаја није погодна, због њихове важности за привреду, постојање системског ризика и могућности финансијске заразе која је специфична за финансијске активности, укључујући и банке“⁴⁴⁸. У околностима финансијских криза, када су случајеви несолвентности банака чести и доводе до несолвентности целокупног националног банкарског система, практикује се санација целокупног банкарског система, зато што не испуњава своју основну функцију интермедијације. Пошто је несолвентност реалног сектора доминантан узрок несолвентности банкарског система, могуће је постићи оздрављење банака санацијом реалног сектора, или упоредном санацијом оба сектора. Међутим, због доминантне позиције банака, као и због потребе да се одржи нормално дејство трансмисионог механизма монетарне политике, углавном се прибегава санацији банкарских система. То су процедуре које имају низ модалитета и ангажују веома велики обим средстава. Индивидуалне банке санирају се када би њихово банкрутство угрозила функционисање банкарског система – то се пре свега односи на банке које су „сувише велике да би пропале“⁴⁴⁹ - односно ако њихове тешкоће носе капацитет преливања на друге банке, као и у циљу спречавања тзв. јуриша на депозите и у другим, солвентним банкама.

Финансијска криза у Европској унији и криза јавног дуга у Еврозони, као што је то већ анализирано, имали су за последицу оба наведена типа санације, коју су спроводили национални регулатори. Кризе су указале на недостатак регулаторног оквира санације банака на интеграционим нивоима (као што је то био случај и у САД)⁴⁵⁰, тако да су регулаторни органи доносили различите ад хок мере,

⁴⁴⁸ Nicolas Veron and Guntram B. Wolff, *Next Steps on the Road to a European Banking Union: The Single Resolution Mechanism in Context*, European Parliament, IP/A/ECON/NT/2013_01 February 2013, стр. 5.

⁴⁴⁹ Goldstein, Morris, and Nicolas Véron, “Too Big To Fail: The Transatlantic Debate”, *Working paper 11-2*, January, 2011, <http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=1745>.

⁴⁵⁰ Michael Krimminger and María J. Nieto, Closing financial institutions on both sides of the Atlantic:

са великим друштвеним трошковима. Зато је реформа регулативе у овој области, посебно у Еврозони, имала двоструки циљ: да „санира текућу банкарску кризу (што укључује и циљ прекидања `зачараног круга`) , што је Европски савет прихватио као `императив`, на краatak рок; и створи одржив политички оквир у банкарству Европске уније или Банкарске уније, на дужи рок“⁴⁵¹.

Регулатива санације банака представља саставни део („други стуб“) Банкарске уније (на бази одлука Европског савета усвојене 12. децембра 2012. године). Ова компонента Банкарске уније замишљена је као централизован систем у коме се по јединственим правилима спроводи „уредно“ санирање банака, односно као вид федерализације процеса санације банака, ради одржавања тржишне дисциплине и смањивања друштвених трошкова овог процеса. Основни циљеви санације банака могу се свести на следеће:

- отклањање потребе да се за санацију банака користе средства буџета (новац пореских обвезника), односно да се повећава на тај начин јавни дуг (прекидање „зачараног круга“ буџета и банака),
- враћање поверења становништва и економских субјеката у кредитни и банкарски систем и отклањање фрагментације финансијског тржишта, који су спречавали нормалну трансмисију мера монетарне политике,
- спречавање моралног хазарда у банкама: праксе да преузимају прекомерне ризике, а у случају тешкоћа да буду саниране средствима буџета,
- спречавање преношења ефеката тешкоћа банака на стабилност банкарског (финансијског) система, због ланца потраживања и дуговања банака, односно спречавање ширења несолвентности на реални сектор,

Are there differences in approach?, *CEPS Commentary*, 25 February 2015.

⁴⁵¹ Nicolas Veron and Guntram B. Wolff, *Next Steps on the Road to a European Banking Union: The Single Resolution Mechanism in Context*, European Parliament, IP/A/ECON/NT/2013_01 February 2013, стр. 9.

- спречавање преношења криза ликвидности на друге банке, чиме се отклањају проблеми који угрожавају трансмисију монетарне политике,
- појачана перцепција ризика у банкарском сектору, јер се као првенствени носиоци губитака јављају акционари и неосигурани повериоци, што је пут за повратак поверења у банкарски систем,
- обезбеђује нормално пословање банка у тешкоћама на сервисирању захтева становништва,
- омогућава ефикаснији третман НПЛ, јер се њихово уновчавање поверава специјализованим агенцијама,
- убрзава се поступак нормализовања функција банкарског система јер се санација може обавити и „преко викенда“ (да би се спречили стечајеви банака, који трају изузетно дуго).

Нови систем регулативе санације банака у Европској унији састоји се из неколико законодавних приступа. Прво, усвојене су (15. маја 2014. године) Директива о опоравку и санацији банака (енгл. Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD)⁴⁵², која има важење на целој територији Европске уније, као и Уредба о јединственим правилима и јединственој процедури опоравка и санације банака⁴⁵³ (енгл. Single Resolution Regulation - SRR), која укључује и јединствени фонд за санацију банака (енгл. Single Resolution Fund – SRF) и представља конкретизацију наведене директиве за Еврозону и друге државе чланице Јединственог механизма супервизије. Друго, закључен је међудржавни Уговор о

⁴⁵² Directive 2014/59/EU of the Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council, *Official Journal of the European Union*, L 173/190, 12. 6. 2014.

⁴⁵³ Regulation (EU) No 806/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 July 2014 establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010, *Official Journal of the European Union*, L 225/1, 30.7.2014

преношењу средстава Јединственом санационом фонду⁴⁵⁴, а модалитете санације банака, укључујући и банкарски сектор, предвиђа и међудржавни Уговор о Европском стабилизационом механизму⁴⁵⁵.

Наведени скуп правних правила унео је у механизам санације банака елементе и федералног и међудржавног регулисања, што је било и једино могуће у постојећем уговорном оквиру Европске уније.

Европска комисија предложила је доношење Директиве јуна 2012. године. У предлогу се истиче да је нужно обезбедити хармонизован приступ на нивоу Уније у решавању проблема банака у тешкоћама⁴⁵⁶ у три фазе: (1) превенције, (2) ране интервенције и (3) санације. У првој фази предвиђа се да банке и регулаторни органи треба да израде програме за понашање у ванредним ситуацијама, како би могле да се ослоне на своје ресурсе у случају тешкоћа у пословању, а не на средства пореских обвезника. У другој фази, регулаторни органи могу интервенисати у пословање банке када она угрози показатеље адекватности капитала, налажући мере (повлачење из ризичних улагања, именовање специјалних менаџера, ограничење исплате дивиденде) које могу да спрече погоршање пословања банке. У трећој фази се врши санација банке у којој и поред претходних мера није дошло до побољшања финансијског стања. Регулаторним органима на располагању је неколико основних мера за успешно оздрављење биланса банке: продаја aktive; подела aktive – издајањем лоше aktive и формирањем посебне јединице за њену наплату; формирање тзв. „банке моста“ за преузимање добре aktive, док лоша актива остаје у претходној банци која се подвргава поступку ликвидације, и др. Такође, у процесу санације могу се користити методи отписа

⁴⁵⁴ Council of the European Union, Agreement on the transfer and mutualisation of contributions to the Single Resolution fund, Brussels, EF 121 ECOFIN 342, 8457/14, 14 May 2014.

⁴⁵⁵ Council of the European Union, Treaty Establishing the European Stability Mechanism, T/ESM 2012, 02. 02. 2012.

⁴⁵⁶ European Commission - Commission Staff Working Document, Impact Assessment *Accompanying the document* Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/20, Brussels, 6. 6. 2012, SWD(2012) 166 final, стр. 12.

капитала акциоанра, отписа потраживања и/или конверзије дугова у акционарски капитал (енгл. Bail-in)⁴⁵⁷.

Средства за санацију не треба да буду обезбеђена из буџета, него на терет акционара и поверилаца банке. Управо се ту огледа и једна од основних разлика између нормалног третирања несолвентности предузећа и санације банке: у санацији банке, акционари нису последњи наплатни ред, него први сnose губитак, пошто су и најодговорнији за пословање банке (без обзира на постојање тзв. агенцијског проблема, односно могућности релативног осамостаљења менаџмента). То је фундаментално различит приступ од онога пре кризе, када су интереси акционара били заштићени (због принципа заштите приватног власништва) и акционари нису били изложени отпису својих улога у банке⁴⁵⁸. Финансијска криза променила је перцепцију односа регулатора и банака, полазећи од става да су банке биле подложне моралном хазарду: преузимале су ризике у циљу стицања профита (приватни мотиви) у очекивању да ће трошкове евентуалне санације сносити држава новцем пореских обвезника (друштвене последице). Ова перцепција је била у основи реформи финансијске регулативе као последице финансијске кризе и у САД (Дод – Френков закон (Dodd-Frank Act)⁴⁵⁹. С друге стране, за разлику од решавања несолвентности предузећа, санација банке има за циљ да се обезбеди континуитет пружања финансијских услуга и стабилност финансијског система. Тек уколико санација не доведе до резултата, над банком која је постала економски несолвентна отвара се стечај.

Анализа Директиве о опоравку и санацији банака може указати на неколико кључних одредаба⁴⁶⁰.

⁴⁵⁷ Morris Goldstein and Nicolas Véron, Too Big to Fail: The Transatlantic Debate, January 2011, стр. 31.

⁴⁵⁸ Видети: Nicolas Véron, *Is Europe ready for banking union?*, VOX CEPR's Policy Portal, 23 May 2012

⁴⁵⁹ Charles Goodhart, Funding arrangements and burden sharing in banking resolution, у: *Banking Union for Europe Risks and Challenges*, Edited by Thorsten Beck, CEPR, London, 2012, стр. 108.

⁴⁶⁰ Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council, *Official Journal of the European Union*, L 173/190, 12. 6. 2014.

Прво, она се односи на банку која се налази у тешкоћама, а захваљујући свом значају за финансијски систем (због природе активности, акционарске структуре, правне форме, ризичног профила, обима и правног статуса, повезаности са другим институцијама и са финансијским системом у целини, обима и комплексности активности, чланства у механизмима солидарности и др.), тешкоће и могућа ликвидација под условима нормалне процедуре несолвентности може са извесношћу да има значајне негативне ефекте на финансијско тржиште, друге институције или на ширу привреду.

Друго, у процесу санације не може се рачунати на ванредну финансијску помоћ државе, ванредну ликвидну помоћ централне банке, нити ликвидну помоћ централне банке под нестандартним условима колатерала, трајања и каматне стопе.

Треће, циљеви санације банке су: осигурање њених критичних функција; избегавање значајних негативних ефеката на финансијски систем, нарочито спречавање ширења „финансијске заразе“ укључив и тржишну инфраструктуру, као и одржавање тржишне дисциплине; заштита јавних фондова и минимално ослањање на ванредну јавну подршку; заштита осигураних депонената; заштита фондова и имовине клијената. При санацији треба настојати да се минимизују трошкови санације и избегне деструкција вредности.

Четврто, принципи санације су: да губитке први трпе акционари а затим повериоци (кредитори) по реду првенства; замењује се менаџмент; физичка и правна лица која су допринела тешкоћама одговарају у складу са грађанским и кривичним правом; повериоци не могу трпети већи губитак од онога који би трпели по регуларном стечајном поступку банке; покривени депозити су апсолутно заштићени.

Пето, „оруђа“ санације су: продаја активе; банка за премошћавање; подела активе и конверзија дуга у акцијски капитал.

Шесто, државе чланице Уније могу обезбедити банци ванредну финансијску подршку, укључив и директну помоћ ради спречавања ликвидације, у складу са правилима коришћења механизма државне помоћи; ова помоћ може се користити само као крајње средство после исцрпљивања других облика санације ако то

захтева јавни интерес и ради избегавања знатних последица по финансијски систем. Државна помоћ може бити у облику улагања у акцијски капитал или привременог власништва над капиталом (национализација).

Седмо, успоставља се механизам за сарадњу националних регулаторних органа у прекограничној санацији банкарских група, са јаком улогом Европске банкарске управе, која координира те процесе и посредује у случају несагласности. За санацију банкарских група из више држава чланица образују се посебна наднациона тела, санациони колегијуми, састављени од представника регулаторних тела држава чланица; на нивоу Уније, може се образовати Европски санациони колегијум.

Осмо, свака држава чланица треба да оснује санационо регулаторно тело (на пример, у оквиру централне банке, или механизма за осигурање депозита или другог тела).

Девето, свака држава чланица треба да успостави механизам за финансирање санације - национални санациони фонд, који се финансира или из унапред уплаћених доприноса или екс пост доприноса банака и других кредитних институција или узимањем кредита. Ови механизми користе се за: гарантовање активе или пасиве банака у санацији или банака за премошћавање; давање зајмова банкама у санацији; куповину њихове активе; субвенције банкама за премошћавање; плаћање одређених компензација акционарима и повериоцима; давање компензација извесним кредиторима у случају отписа потраживања. Средства не могу бити коришћена за директно покривање губитака банке у санацији или за њихову докапитализацију.

Уредба о јединственим правилима и јединственој процедури опоравка и санације банака конкретизовала је одредбе Директиве у примени на државе чланице Јединственог механизма супервизије, формирајући Јединствени механизам санације. Државе чланице Еврозоне и друге државе чланице Банкарске уније прихватиле су униформна правила и процедуре санације, као и централизован механизам санације којим управља Јединствени санациони одбор, који чине изабрани чланови и представници националних санационих регулатора, и који се финансира из централизованог фонда за санацију – Јединственог санационог

фонда. Тиме су створиле јединствен механизам супервизије и санације, са кључним улогама институција Евразоне, посебно Европске централне банке. „Обезбеђујући да супервизија и санација буду установљене на централном нивоу, у исто време обезбеђујући укључивање свих релевантних националних играча, и подржане одговарајућим аранжманима финансирања, банкарским кризама управљаће се ефикасније у банкарској унији и допринеће се да се прекине веза између кризе јавног дуга и слабих банака“⁴⁶¹.

Јединствени санациони фонд формира се преношењем у надлежност Јединственог санационог одбора средстава прикупљених у националним санационим фондовима („позаједничавање“ средстава /енгл. Mutualisation/) у року од осам година од усвајања Уредбе. У сврху његовог формирања, државе чланице Банкарске уније потписале су посебан међудржавни уговор, пошто су неке државе чланице Уније имале примедбе о правном основу за непосредно формирање централизованог фонда кроз Уредбу⁴⁶². Стога се у том уговору наводи: „Обавеза да се доприноси прикупљени на националном нивоу пренесу на Фонд не може се извести из права Уније. Ове обавезе ће бити установљене овим споразумом, који поставља услове под којима се уговорне стране, у складу са својим уставним захтевима, заједнички саглашавају да пренесу Фонду доприносе које прикупе на националном нивоу“⁴⁶³.

Прихватајући основна решења санације из Директиве, поменута Уредба утврђује основне елементе санације банака у оквиру Банкарске уније:

- Европска централна банка у оквиру своје супервизијске функције, утврђује потребу санације одређене банке или банкарске групе и информиса о томе Јединствени санациони одбор, који предузима „рану интервенцију“ у облику припреме санационог програма (члан 13),

⁴⁶¹ European Commission, Commission proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union, *Press release*, Brussels, 10 July 2013.

⁴⁶² Federico Fabbrini, The Intergovernmental Agreement on the Single Resolution Fund in Context, 21 *Maastricht Journal of European & International Law* (2014), 444 – 463, стр.452.

⁴⁶³ Council of the European Union, Agreement on the transfer and mutualisation of contributions to the Single Resolution fund, Brussels, EF 121 ECOFIN 342, 8457/14, 14 May 2014.

- Одбор усваја шему санације када утврди да је банка у тешкоћама (на основу критеријума датих у члану 18, став 4. Уредбе), као и да нема других супервизорских начина, као и приватних средстава за отклањања тешкоћа, и да је санација у јавном интересу. Комисија процењује да ли је шема санације у складу са одредбама о јавној помоћи и да ли испуњава циљеве санације. Ако Комисија значајно измени обим ангажовања Фонда или нађе да је у јавном интересу да банка иде у стечај, она обавештава Савет, који одлучује о томе. Комисија одобрава реализацију санације у року од 24 сата од доношења одлуке Одбора, што омогућава да банка буде санирана и преко викенда (члан 18),
- Санацију спроводе национални санациони регулатори по одредбама Директиве и под контролом Одбора, који може и директно слати инструкције банци у санацији, ако национални органи не поступе по његовим упутствима (чланови 28 и 29),
- Буџет уније и национални буџети не могу се сматрати одговорним за губитке Јединственог санационог фонда (члан 67), што значи да нема његове санације из јавних извора. Тиме се дефинитивно прекида веза буџета држава чланица и банкарског система.

Јединствени санациони фонд прикупља средства из доприноса „свих банака које имају овлашћење за рад у свим државама учесницама“, у износу од 1% депозита покривених осигурањем депозита. Уплате се обављају унапред и израчунавају се према учешћу пасиве банке у укупној пасиви свих банака у држави учесници споразума, а уколико средства Фонда нису довољна за његове активности, предвиђена је и могућност ванредног доприноса (чланови 69 – 71). Процењује се да ће до 2023. године укупне уплате у Фонд достићи износ од 55 милијарде евра⁴⁶⁴. Пошто се национална средства преносе по динамици утврђеној међудржавним уговором, у року од осам година, у прелазном периоду до окончања

⁴⁶⁴ Council of the European Union, Council adopts rules setting up single resolution mechanism, *Press release*, Brussels, 14 July 2015.

трансфера, пренета средства ће се у Фонду водити по националним одељцима и користити у процесу санације на уговором одређен начин⁴⁶⁵.

3.3.4. Осигурање депозита

Банкарски систем, као део кредитног система, заснован је на поверењу становништва које, као што то показује анализа кретања фондова, као суфицитни сектор располаже вишком ликвидних средстава. Та средства се или директно улажу у реални сектор (преко финансијског тржишта у ужем смислу) или поверавају банкама, које располажу са више информација о реалном сектору од појединаца – депонената банке и зато могу ефикасније усмеравати средства, обезбеђујући становништву стабилнији приход у облику камата. Поверење обавезује банке на пословање које не укључује прекомерно преузимање ризика, а регулаторне институције на контролу пословања банака, како њихове тешкоће не би имале за последицу губитак поверења у банкарски систем и кредитни систем уопште. Уколико због кумулисања ризичних пласмана или других околности пословања дође до неликвидности или несолвентности банке, активира се страх депонената од губитка депозита у банкама и они повлаче депозите. То може имати за последицу тзв. „јуриш на депозите“: психологија неповерења шири се на цео банкарски сектор и повлаче се и депозити у банакама које су ликвидне и солвентне, а банкарски сектор као целина долази у кризу ликвидности.

Да би се избегло активирање кризе ликвидности банкарског система и потреба интервенције централне банке или државних регулаторних органа (санација банака), односно стечај и ликвидација банака, који би значили губитак депозита становништва, депоненти су заштићени механизмом осигурања (гарантовања, заштите) депозита.

Осигурање депозита значи да држава (или механизми узајамног осигурања банака) депоненту гарантује повраћај депозита у целини или до одређеног износа у случају да депозити постану недоступни због ликвидације или стечаја банака.

⁴⁶⁵ Council of the European Union, Agreement on the transfer and mutualisation of contributions to the Single Resolution fund, Brussels, EF 121 ECOFIN 342, 8457/14, 14 May 2014, чланови 4 – 7.

Осигурање депозита има више функција:

- Обезбеђује заштиту ситним штедишама који, због ограничености информација о банкарском тржишту којима располажу, односно немогућности да сами врше анализу ризика улагања, не могу адекватно оценити ризични профил банке у коју улажу средства,
- спречава кризу поверења у банке и активирање „јуриша на депозите“, односно неликвидност банкарског система у целини,
- спречава нелојалну конкуренцију банака на тржишту у прикупљању депозита путем обећавања повољнијих услова прикупљања депозита, што има за последицу ризичније пласмане банака,
- спречава морални хазард у банкама које, будући да имају осигуране депозите, предузимају ризичне операције на тржишту,
- онемогућава сељење депозита у друге банкарске системе, који имају (виши) степен заштите депозита.

У циљу избегавања разлика у системима осигурања депозита у Европској унији, које су доводиле до сељења депозита и фрагментације унутрашњег тржишта, усвојена је 1994. године Директива о шемама заштите депозита (Директива 94/19/ЕЦ)⁴⁶⁶, којом је уведен принцип минималне хармонизације осигурања депозита и прописана доња граница осигураних депозита у свим државама чланицама. До избијања финансијске кризе, у свим државама чланицама Европске уније ова граница износила је 20.000 евра по депоненту и по банци, за око 450 милиона депонената⁴⁶⁷. Финансијска криза показала је недовољност минималне хармонизације: „Догађаји из 2007. и 2008. године показали су да постојећи, фрагментисани систем шема заштите депозита није испунио циљеве који су

⁴⁶⁶ Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May, 1994 on deposit-guaranteeschemes. Official Journal of the European Communities 31 May, 1994, L135/5.

⁴⁶⁷ European Commission, Report from the Commission to the European Parliament and to the Council, Review of Directive 94/19/EC on Deposit Guarantee Schemes, COM(2010)369 final, Brussels, 12. 7. 2010, стр. 4.

постављени Директивом, а то су одржавање поверења депонената и финансијска стабилност у периоду економског стреса. Текућих око 40 шема заштите у Европској унији које покривају различите депоненте и депозите до различитог обима, намећу различите обавезе банкама и стога ограничавају користи унутрашњег тржишта за банке и депоненте. Штавише, показало се и да су шеме недовољно капитализоване за период финансијског стреса⁴⁶⁸. У периоду кризе, поједине државе су подизале границу покрића депозита, а неке су установиле и неограничен износ заштитом покривених депозита, што је доводило до опасности обимног сељења депозита из једне у другу државу чланицу Уније⁴⁶⁹.

Имајући у виду слабости система заштите депозита у Европској унији, захтеви за његовом реформом истакли су основна решења којима је требало модификовати постојећи систем: брза исплата депозита, реално обухватно покриће депозита, адекватно претходно финансирање фондова заштите, координација заштите са системима регулације и супервизије, управљања кризом банака (механизам санације), избегавање моралног хазарда и регулаторне арбитраже, као и спречавање политичког утицаја на одлуке о активирању механизма заштите⁴⁷⁰. Имајући то у виду, Комисија је 2010. године предложила реконструкцију Директиве о шемама заштите депозита, која је усвојена 16. априла 2014. године.

Основна решења реконструисане Директиве о шемама гаранције депозита⁴⁷¹ су следећа:

- осигурани су депозити до износа од 100.000 евра по депоненту и по банци чланици шеме осигурања депозита, у било којој држави чланици Уније у којој депонент има рачун (то значи да је

⁴⁶⁸ European Commission, Proposal for a Directive .../.../EU of the European Parliament and of the Council on Deposit Guarantee Schemes [recast], COM(2010)368 final, 2010/0207 (COD), Brussels, 12. 7. 2010стр. 2.

⁴⁶⁹ European Commission, Report from the Commissio to the Euroepan Parliament and to the Council: Review of Directive 94/19/EC on Deposit Guarantee Schemes, COM(2010)369 final, Brussels, 12. 7. 2010, стр. 3.

⁴⁷⁰ Wim Fonteyne, Wouter Bossu,Luis Cortavarria-Checkley, Alessandro Giustiniani, Alessandro Gullo, Daniel Hardy, and Seán Kerr, Crisis Management and Resolution for a European Banking System, *IMF Working paper*, WP 10/70, стр. 21 – 22.

⁴⁷¹ Directive 2014/49/EU of the European parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee schemes (recast), *Official Journal of the European Union*, L 173/149, 12.6.2014.

покривено 72% депозита по вредности, односно 95% укупних депозита по броју депонената у Европској унији)⁴⁷²,

- рок исплате осигураног депозита је 7 дана од дана када он постане недоступан улагачу, тј. од дана отварања поступка ликвидације или стечаја банке,
- шеме осигурања депозита финансирају се из уплате банака у износу од 0,8% осигураних депозита, унапред (по том основу очекује се да за 10 година уплате достигну износ од 55 милијарди евра)⁴⁷³; допринос банака биће усклађен и са њиховим ризичним профилем,
- предвиђена је могућност узајамног позајмљивања средстава између фондова за заштиту депозита држава чланица Уније.

Директива о шемама заштите депозита није предвиђала формирање наднационалне шеме, односно федералног органа који би регулисао заштиту депозита на нивоу Уније, нити јединственог фонда за заштиту депозита. То је било и у складу са мишљењем Де Ларозијерове групе, која је сматрала да је боља даља хармонизација националних шема заштите него наднационални фонд, првенствено због политичких разлога, односно отпора појединих држава чланица⁴⁷⁴. И у предлогу комисије истиче се: „Компромисни текст Директиве о шемама гаранције депозита осигураће да свака држава чланица има фонд за осигурање депозита који је унапред одговарајуће финансиран. Текст такође отвара пут за добровољни механизам узајамног позајмљивања између шема гарантовања депозита из

⁴⁷² European Commission, Report from the Commission to the European Parliament and to the Council: Review of Directive 94/19/EC on Deposit Guarantee Schemes, COM(2010)369 final, Brussels, 12. 7. 2010, стр. 3.

⁴⁷³ European Commission, Statement Finalising the Banking Union: European Parliament backs Commission's proposals (Single Resolution Mechanism, Bank Recovery and Resolution Directive, and Deposit Guarantee Schemes Directive), Brussels, 15 April 2014, стр. 3.

⁴⁷⁴ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009, стр. 35.

различитих држава чланица Европске уније. То је једини облик по-заједничавања (енгл. Mutualization), који је предвиђен у овом периоду⁴⁷⁵.

Одсуство централизованог система заштите има недостатака, посебно у условима остварене интеграције банкарског и финансијског тржишта, односно за банке које послују на целој територији Европске уније; о томе сведочи и искуство САД⁴⁷⁶. Такође, у оквиру Банкарске уније, у којој је остварена централизација регулативе, супервизије и санације банкарског система, постојање различитих националних шема заштите и одговарајућих фондова спречава даљу монетарну интегацију. Суштина отпора према јединственој шеми гарантовања депозита своди се на став (највише у Немачкој), да би јединствена шема била корак у по-заједничавању средстава, односно била облик „трансферне уније“, у којој би сви учесници плаћали у заједнички фонд и прихватили одговорности за обавезе, што би значило и економски јаче државе трансферисале средства слабијим. Па ипак, предности јединствене шеме осигурања депозита бране и даљој интеграцији несклони коментатори. У материјалу Дома лордова британског Парламента о Банкарској унији, каже се: „Остаје наше мишљење да је заједничка шема осигурања депозите нужна за успех Банкарске уније и за одржање Еврозоне. Разумемо екстремно политичко оклевање да се успори тако значајан корак у правцу по-заједничавања дугова. Ипак је то важан је корак, ако основе јединствене валуте могу бити оснажене. Њено продужено одсуствање доводи до ризика финансијске кризе кроз бекство капитала, пошто ће депоненти доћи до неизбежног и оправданог закључка да је евро сигурнији у јачим државама чланицама него у онима које имају економске тешкоће“⁴⁷⁷.

Потреба да се архитектура Банкарске уније доведе до логичног завршетка условила је редефинисање решења у области заштите депозита, као „трећег стуба „ ове уније. Зато је Комисија 24. новембра 2015. године предложила да се и у овој

⁴⁷⁵ European Commission, Memo: A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the eurozone, Brussels, 28 March 2014, стр. 10.

⁴⁷⁶ Wim Fonteyne, et al., Crisis Management and Resolution for a European Banking System, *IMF Working paper*, WP 10/70, стр. 52 – 53.

⁴⁷⁷ House of Lords, European Union Committee - *Eighth Report 'Genuine Economic and Monetary Union' and the implications for the UK*, London, 11 February 2014.
. <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld201314/ldselect/ldecom/134/13402.htm>.

области уведе централизација, односно успостави Европска шема осигурања депозита (енгл. European Deposit Insurance Scheme - EDIS), која ће важити за државе чланице Банкарске уније (а биће обавезна за државе чланице Еврозоне).

У образложењу предлога јединственог механизма, Комисија констатује да „одсуство заједничке шеме осигурања депозита у Банкарској унији значи да депоненти остају рањиви на велике локалне шокове, који могу да превазиђу обим националне шеме осигурања депозита. У исто време, нема уједначених услова у Банкарској унији за депоненте и банке који траже да привуку депозите“⁴⁷⁸. Додатни аргументи јединственог система, по мишљењу Комисије, састоје се у следећем:

- национални системи осигурања депозита доприносе фрагментацији јединственог тржишта, пошто утичу на банке да бирају у прекограничном оснивању организационих делова државе према солидности заштите депозита;

- јединствени систем прекида везу банака и домаћих фискалних органа, који би у случају криза система осигурања на националном нивоу морали да ангажују средства пореских обвезника на исплати депозита;

- јединствени механизам подиже поверење депонената у банке, без обзира на њихову локацију, пошто брише разлике између националних система осигурања депозита.

Формирање јединственог механизма осигурања депозита уводи се кроз допуну Уредбе о опоравку и санацији банака, која треба у наслову да садржи и одредбу о Европској шеми осигурања депозита⁴⁷⁹. Поред установљавања новог механизма осигурања депозита, у овој Уредби биће регулисано и оснивање и пословање Фонда за осигурање депозита (енгл. Deposit Insurance Fund – DIF).

Европски механизам осигурања депозита биће заснован на принципу поделе ризика између националних шема осигурања и Јединствене шеме осигурања. Он ће

⁴⁷⁸ European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions "Towards the completion of the Banking Union", COM(2015) 587 final, Strasbourg, 24.11.2015.

⁴⁷⁹ Regulation (EU) No 806/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 July 2014 on a Single Resolution Mechanism and a European Deposit Insurance Scheme and amending Regulation (EU) No 1093/2010.

бити формиран у три фазе⁴⁸⁰, кроз кје ће се остварити потпуно „по-заједначавање“ националних фондова за осигурање депозита у јединствени фонд.

Прва фаза биће шема реосигурања, у којој ће, у периоду од три године од дана усвајања механизма (до 2020. године), Европски механизам одобравати националним шемама ликвидну подршку и покривати губитке који настану у случају исплате депозита (реосигурање националне шеме).

Другу фазу представља шема коосигурање, која ће трајати четири године, и у којој ће Европска шема исплаћивати депозите заједно са националним шемама и подносити део губитака. Удео Европске шеме у исплати депозита прогресивно ће се повећавати током овог периода.

Трећа фаза је шема потпуног осигурања, у којој ће, од 2024. године, Европска шема у потпуности покривати ризик исплате депозита и вршити њихову исплату у потпуности⁴⁸¹.

Финансирање Европске шеме обављаће се из већ утврђених стопа доприноса банака које учествују у националним шемама (израчунатих сразмерно њиховом депозитном потенцијалу и ризичном профилу), прогресивним повећањем дела овог доприноса који се преноси на Европску шему, тако да од треће фазе све уплате буду усмерене у јединствени Фонд за осигурање депозита. До 2024. године, овај Фонд треба да достигне износ једнак 0,8% свих осигурањем покривених депозита убанака у Банкарској унији, што би, према проценама Комисије, требало да износи око 43 милијарде евра⁴⁸².

Орган који ће управљати Европском шемом осигурања депозита биће, с обзиром на законодавни текст о оснивању, Јединствени одбор за санацију и осигурање депозита. Шеме осигурања депозита у државама чланицама Еврозоне биће саставни делови Европске шеме. Све банке које су чланице Банакарске уније, односно националних шема, а које се баве прикупљањем депозита, постаће чланице

⁴⁸⁰ European Commission, Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council amending Regulation (EU) 806/2014 in order to establish a European Deposit Insurance Scheme, COM(2015) 586 final 2015/0270 (COD), Strasbourg, 24. 11. 2015.

⁴⁸¹ Развој Јединствене Европске шеме за осигурање депозита графички је представљен у: European Commission, Fact Sheet: A Stronger Banking Union – Creating a Single Deposit Guarantee Scheme in Europe, November 2015.

⁴⁸² European Commission, A European Deposit Insurance Scheme (EDIS) – Frequently Asked Questions, Strasbourg, 24 November 2015.

Европске шеме осигурања депозита од дана ступања на снагу наведене уредбе и њихови депозите биће осигурани у постојећем обиму (до 100.000 евра). Средства прикупљена у јединственим фонду користиће се за исплату осигураних депозита ако банка оде у ликвидацију или стечај, као и за интервенције у току санације банке, ако се њена пасива преноси на нову банку и потребно је обезбедити редовну исплату депозита.

3.4. Криза банкарског система и монетарна интеграција

3.4.1. Европска централна банка као зајмодавац у крајњој инстанци

Банке обезбеђују средства из дугорочних и краткорочних извора; дугорочни извори везани су за капитал банака, средства која им на дужи рок на располагање стављају реални и финансијски сектор и средства добијена емитовањем дугорочних обвезница. Краткорочни извори средстава су депозити становништва и привреде, средства из емитованих краткорочних хартија од вредности (депозитни сертификати, банкарске обвезнице), међубанкарски кредити и рефинансирана средства од централне банке. Ликвидност банке ослања се првенствено на краткорочне изворе средстава, а у случају Еврозоне, у нормалним условима то су средства депозита становништва и међубанкарски кредити. У Европској унији, средства депонета, углавном становништва у структури пасиве на узорку од 500 банака, у 2005. години износила су 33% укупне пасиве, а међубанкарски кредити 17% укупне пасиве⁴⁸³. Ови извори средстава су веома подложни деловању тржишног ризика, који се активира у условима криза финансијског система и усмерава банке на промену структуре ликвидности ка доминантном учешћу извора потеклих из централне банке. Интервенције централне банке за одржавање ликвидности целокупног банкарског система изражавају функцију централне банке као кредитора у крајњој инстанци (енгл. Lender of Last Resort). По речима Бена Бернанкија (Ben Bernanke), бившег гувернера Система федералних резерви – централне банке Сједињених Америчких држава, „осигурање расположивости

⁴⁸³ European Central Bank, *EU Banking Structures*, October 2006, стр. 38.

одговарајуће ликвидности консистентно је са традиционалном улогом централне банке као снабдевача ликвидности задње инстанце⁴⁸⁴.

Интервенције Европске централне банке у периоду финансијске кризе показују да је она, прво, применила тзв. „конвенционалне мере“ монетарне политике, које одговарају нормалним тржишним кретањима и чији је главни инструмент варирање каматних стопа (графикон 3.1). Европска централна банка утврђује референтну каматну стопу свог основног механизма емисије новца – главне операције рефинансирања (које прати и одређивање каматних стопа на депозитни и кредитни стални механизам Европске централне банке, у оквиру коридора у чијем је центру референтна каматна стопа на главну операцију рефинансирања), а на тој основи утиче на тржишне каматне стопе обезбеђујући повећање или смањење ликвидности банкама према томе да ли жели смањење или повећање тржишних каматних стопа. Ликвидност се банкама алоцира ради обезбеђења њихове ликвидности, по ценама (каматним стопама) које прате референтну каматну стопу Европске централне банке, кроз механизам операција на отвореном тржишту (куповином или продајом финансијских инструмената кроз тзв. репо операције). Поред главних операције рефинансирања (МРО), Европска централна банка као конвенционални инструмент користи и дугорочне операције рефинансирања (ЛТРО)⁴⁸⁵.

„У нормалним условима, Европска централна банка утиче на каматне стопе тржишта новца одређивањем кључних каматних стопа и управљањем ситуацијом ликвидности на тржишту новца Еврозоне. Још прецизније, она обезбеђује дати обим средства банкама, кроз операције рефинансирања, које врши преко конкурентних тендера. Минималне захтеване стопе (енгл. Bid rates) за ове тендере одређује Управни савет на бази економске и монетарне анализе и оне представљају главне индикаторе оријентације њене монетарне политике“⁴⁸⁶.

⁴⁸⁴ Hansjörg Herr, The European Central Bank and the US Federal Reserve as Lender of Last Resort, *PANOECONOMICUS*, 2014, 1, Special Issue, (стр. 59-78), стр. 66.

⁴⁸⁵ Видети: European Central bank, GUIDELINE (EU) 2015/510 OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 19 December 2014 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (ECB/2014/60) (recast), *Official Journal of the European Union*, L 91/3, 02. 04. 2015.

⁴⁸⁶ European Central Bank, *Monthly Bulletin*, October 2010, стр. 61.

Графикон 3.3. „Конвенционални“ инструменти монетарне политике и стални механизми Европске централне банке

Операције монетарне политике	Обезбеђење ликвидности	Апсорпција ликвидности	Рок доспећа	Учесталост
<i>Операције на отвореном тржишту</i>				
МРО	репо	/	1 недеља	недељно
ЛТРО	репо	/	3 месеца	месечно
<i>Стални механизми</i>				
Кредитни механизам	репо	/	преко ноћи	дискреционо
Депозитни механизам	/	депозит	преко ноћи	дискреционо

Извор: European Central Bank, The Eurosystem's instruments. Прилагодио Ј.Ш.

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>.

Европска централна банка у условима финансијске кризе применила је такође и низ тзв. „неконвенционалних мера“ монетарне политике, чија је основа креирање додатне ликвидности банкарском систему кроз повећавање активе централне банке. Овај други механизам, који је у основи функције централних банака као кредитора у крајњој инстанци, састоји се из три основна елемента: ликвидне подршке банкама, механизма „будућег усмеравања“, као и интервенције на финансијском тржишту кроз куповину финансијске активе (хипотекарних финансијских инструмената и државних обвезница на секундарном финансијском тржишту).

Европска централна банка је у вођењу монетарне политике током финансијске кризе била ограничена како функционисањем тржишта новца, тако и стањем на тржишту дугорочних државних обвезница (сувереног дуга), имајући у виду и ограничења које има на финансијском тржишту (забрана монетизације

дефицита држава чланица, по члану 123. Уговора о функционисању Европске уније).

Финансијска криза у Еврозони започела је на тржишту новца, од чијег функционисања зависи не само нормална реализација монетарне политике, него и основно достигнуће монетарне интеграције – стабилности евра као јединствене валуте.

Тржиште новца, односно међубанкарско тржиште ликвидности, има изразито монетарну функцију (пored функције мобилизације краткорочних ликвидних средстава за финансијске институције и реални сектор), јер се посредством овог тржишта спроводе монетарне операције.

Финансијска криза је прекинула канале трансмисије монетарне политике, који су „од фундаменталног значаја за активности централне банке, тј. процес кроз који се промене у референтној каматној стопи централне банке преносе кроз финансијски систем у реалну привреду“⁴⁸⁷ :

- фрагментација тржишта новца (у Еврозони тржиште новца је углавном међубанкарско тржиште ликвидности) која је настала услед активирања неповерења на овом тржишту и деловањем ризика контрапартнера⁴⁸⁸ – другим речима страха да дати новац неће или не може бити враћен услед тешкоћа зајмпопримца - довела је до затварања токова ликвидности унутар банака и банкарских група, а бекство депозита становништва у сигурније банке и државе (енгл. Safe Heaven), онемогућили су једнаку трансмисију промена оријентације монетарне политике (енгл. Monetary Policy Stance), односно промена у референтној каматној стопи Европске централне банке на расположивост и цену кредита

⁴⁸⁷ The monetary policy of the European Central Bank and its transmission in the euro area, Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Università Bocconi, Opening of the academic year 2012-2013, Milan, 15 November 2012.

⁴⁸⁸ Видети детаљније, уз одговарајући графикон, о кретању индекса неповерења (ризика контрапартнера) у Еврозони и САД, у периоду 2007-2010. године код: Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, (стр. 7–19), стр. 9.

становништву и реалном сектору а самим тим и утицај на економску активност и агрегатну тражњу, односно на стабилност цена;

- дисфункционално финансијско тржиште, које није играло улогу „дисциплиновања“ инвестиционих субјеката у њиховој процени улагања у финансијске инструменте, посебно у неким државама чланицама Еврозоне, што се одразило у цени финансијске активе као и одсуством параметара за конституисање нормалне криве приноса на дужи рок, пореметило је једнаку трансмисију монетарне политике у све државе чланице Еврозоне и на тај начин угрозило јединственост монетарне политике.

Услед фрагментације финансијског тржишта, импулс промена каматних стопа, од референтне каматне стопе Европске централне банке до крајњег циља: непосредног утицаја на кретање цена, прекинут је тако да трансмисиони механизам монетарне политике у виду каматних стопа није ефикасно функционисао⁴⁸⁹.

Фрагментација тржишта новца условила је неликвидност финансијских институција, а стога и недовољну расположивост кредита и нестабилне цене финансијске активе, које не одражавају тзв. фундаменталне факторе вредновања (цена финансијске активе у нормалним околностима представља дисконтовани ток очекиваних прилива од улагања). Услед фрагментације тржишта, односно одсуства међубанкарског кредитирања, каматне стопе на тржишту новца по којима банке размењују ликвидна средства нису одражавале промене у референтној каматној стопи Европске централне банке. Услед тога су цене кредита за реални сектор у појединим државама чланицама, које су биле дубље захваћене кризом, биле више од цена кредита за реални сектор у државама мање погођених финансијском кризом⁴⁹⁰, односно и каматне стопе за реални сектор нису одражавале промене у

⁴⁸⁹ Видети графичку илустрацију у: Benoit Coeure, *The Monetary Policy of the European Central Bank*, Barclay's European Conference, Tokyo, 26 March 2012.

⁴⁹⁰ European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015, стр. 28.

референтној стопи Европске централне банке, што је показивало неефикасност канала монетарне трансмисије⁴⁹¹.

„Финансијски систем Евроzone доживео је је оштру фрагментацију јединственог финансијског тржишта. Трошкови банкарског кредитирања оштро се разликују од земље до земље. Многе банке, а у појединим државама и читави банкарски системи, у ствари немају приступа међубанкарском тржишту Евроzone. Раст каматних стопа државних обвезница погоршао је трошкове прибављања средстава домаћих банака и оштро ограничио њихов приступ тржишту. То је отежало трансмисију импулса акомодативне монетарне политике кроз прилагођавање каматних стопа банака на кредите домаћинствима и фирмама...Фрагментација јединственог финансијског тржишта водила је фрагментацији јединствене монетарне политике“⁴⁹².

У таквим околностима, Европска централна банка морала је да интервенише у циљу обнављања канала трансмисије монетарне политике скупом мера, које су укључивале и неконвенционалне мере монетарне политике, које су имале за циљ обнову финансијске интермедијације (канал расположивости кредита) ради обезбеђења дугорочне ликвидности банкарског система, а у циљу одржавања стабилности кредитирања реалног сектора и становништва. Нестандардне мере монетарне политике сматране су као додатак, а не замена за инструмент каматне стопе, као што је то био случај код других централних банака, у чијој је пракси примена нестандартних мера активирана када је референтна каматна стопа приближена нултој величини и стога ограничила примену стандардних инструмената⁴⁹³. С обзиром на такав однос стандардних и нестандартних мера, Европска централна банка може уређивати нестандартне мере без обзира на ниво

⁴⁹¹ Видети графичку илустрацију ове фрагментације код: Rishi Goyal et al., A Banking Union for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, February 2013, SDN 13/01, стр. 6.

⁴⁹² *The monetary policy of the European Central Bank and its transmission in the euro area*, Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Università Bocconi, Opening of the academic year 2012-2013, Milan, 15 November 2012.

⁴⁹³ Видети шире у: Philippine Cour-Thimann and Bernhard Winkler, ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures – The Role of Institutional Factors and Financial Structure, *ECB Working Paper Series*, No 1528, April 2013, стр. 20.

референтне каматне стопе а, такође, референтне каматне стопе могу бити прилагођаване без обзира на присуство нестандартних мера.

То значи да је Европска централна банка у монетарној политици у другом периоду, који се односи на нестандартне мере монетарне политике (али у коме су деловале и мере везане за каматне стопе, односно стандардне мере), поштовала тзв. принцип сепарације, који се односи на разлику између оријентације монетарне политике и њене имплементације: Управни савет одлучивао је о оријентацији монетарне политике одређивањем каматних стопа, док је имплементација оријентације монетарне политике реализована кроз мере обезбеђивања ликвидности и операцијама на отвореном тржишту. На тај начин могла је да одржава референтне каматне стопе као средство утицаја на тржишне каматне стопе, а да операције везане за обезбеђивање ликвидности не буду сигнал тржишним субјектима о оријентацији монетарне политике.

„Постоји јасна одвојеност између наших нестандартних мера и наше политике каматних стопа. Политика каматних стопа зависи од изгледа ценовне стабилности. Коришћење нестандартних мера зависи од функционисања трансмисије монетарне политике и мора бити сразмерно са нивоом нефункционисања или разбијености тржишта новца и финансијског тржишта, као и њихових сегмената. Принцип сепарације је стриктно примењен. Да бих вам пружио скорашњи пример, наводим да је Управни савет одлучио у марту и априлу /2011. године/ да је сада време да се подигну каматне стопе али, у исто време, и да је одговарајуће да се у другом кварталу одржи рефинансирање кроз пуно алоцирање по фиксној цени у периоду од 3 месеца“⁴⁹⁴.

Реконструкција канала монетарне политике требало је да допринесе очувању стабилности цена на средњи рок, као основног циља монетарне политике Европске централне банке.

⁴⁹⁴ Jean-Claude Trichet: The ECB's response to the crisis Speech by Mr Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, at the WDR Europa-Forum, Berlin, 26 May 2011.

Најкомпетентнији извор периодизације интервенције Европске централне банке у току финансијске кризе, њен у то време председник, Жан - Клод Трише (Jean Claude Trichet), дели тај период на три дела⁴⁹⁵:

- период финансијског вртлога, који је отпочео 9. августа 2007,
- период развијене финансијске кризе, наступио 15. септембра 2008,
- период постепеног укидања нестандартних мера, крајем 2009. године (исту периодизацију налазимо и у службеном чланку Европске централне банке о одговору монетарне политике Банке на финансијску кризу)⁴⁹⁶.

У првој фази финансијске кризе („финансијски вртлог“), чији почетак Трише у поменутом наводу егзактно утврђује, Европска централна банка је, на сигнале блокаде тржишта новца, односно снажног повећања основне тржишне каматне стопе у Еврозони (ЕОНИА) и претећу системску неликвидност банкарског система, реаговала мерама конвенционалне монетарне политике⁴⁹⁷:

- банкама је 9. августа 2007. године одобрено 95 милијарде евра кредита „преко ноћи“ (енгл. Overnight credit) по преовлађујућој фиксној референтној стопи рефинансирања (репо операције) и у пуном траженом износу (за разлику од нормалне праксе рефинансирања где се делимично алоцира кредит по прихваћеној стопи за репо операције);

- продужен је просечан рок доспећа одобрених транши ликвидности банкама кроз допунске операције рефинансирања, са доспећем од 3 и 6 месеци;

- обезбеђена је доларска ликвидност банкама уз колатерал изражен у еврима, на бази своп споразума Европске централне банке и Система федералних резерви САД.

⁴⁹⁵ Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, (стр. 7–19), стр. 8.

⁴⁹⁶ The ECB's Response to the Financial Crisis, ECB, *Monthly Bulletin*, October 2010, (стр. 59 – 74), стр. 60.

⁴⁹⁷ Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, (стр. 7–19), стр. 9 – 11..

Ове мере Европске централне банке, иако су спречиле системску неликвидност, нису довеле до реактивирања тржишта новца, јер је ризик контрапартнера спречио међубанкарско кредитирање. Зато тржишне каматне стопе нису могле да реагују на промене референтне стопе Европске централне банке, односно први канал трансмисије монетарне политике није био реконструисан.

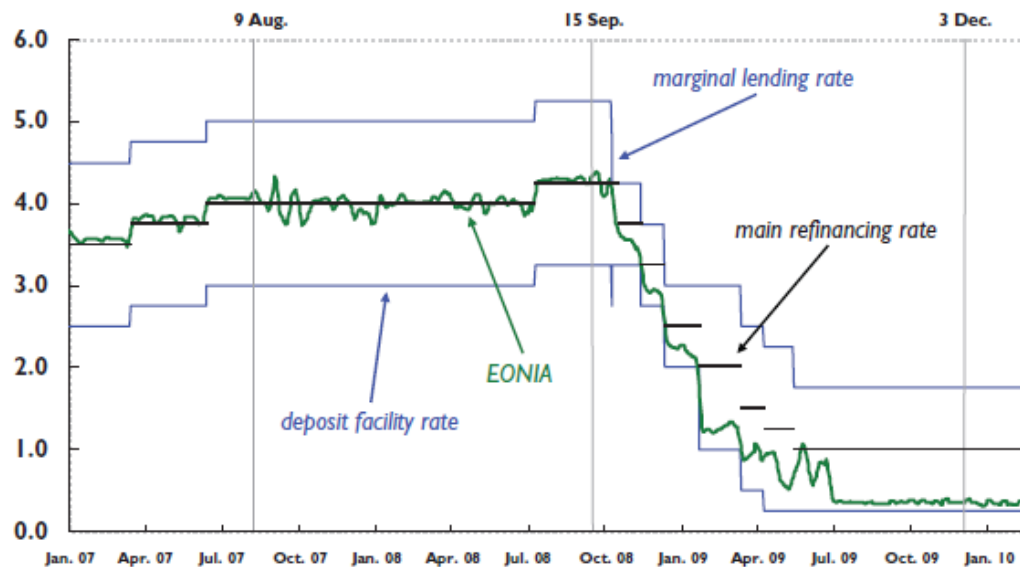
Период развијене финансијске кризе (од слома америчке инвестиционе банке Лиман брадерс (Lehman Brothers), 15. септембра 2008. године), који карактерише потпуно замирање функција међубанкарског тржишта новца, показао је да монетарна политика није могла да утиче на изгледе кратања цена само кроз механизам прилагођавања каматних стопа. Требало је активирати и канал трансмисије у облику расположивости кредита, посебно имајући у виду чињеницу да су банке основни носиоци финансијске интермедијације у Еврозони, које одлучујуће утичу на финансирање реалног сектора. Без мера „повећања кредитног потенцијала“ (енгл. Enhanced Credit Support), усмерених на активирање канала расположивости кредита, могло је доћи до „потпуно замрзнутог канала банкарских кредита, што би учинило неефикасном монетарну политику Европске централне банке. Овакав слом, када би потрајао, претворио би финансијску кризу у дубоку и трајну економску депресију“⁴⁹⁸. Трансмисиони механизам монетарне политике могао је да буде реконструисан само комбинованим дејством стандардних и нестандартних мера монетарне политике, чиме је требало да се оствари очување ликвидности банкарског сектора, уз повећавање обима средстава за кредитирање привреде и становништва, као и за утицај на дугорочне каматне стопе и на тај начин и на инфлаторна очекивања.

Европска централна банка је предузела, с једне стране, меру „конвенционалног“ карактера, координисаном акцијом са другим централним банкама, 8. октобра 2008. године - снижена је референтна каматна стопе на главни механизам рефинансирања за 50 процентних поена, уз одговарајуће прилагођавање каматних стопа на депозитни и кредитни механизам. У периоду између октобра 2008. године и маја 2009. године, рефрентна стопа даље је снижена за 325

⁴⁹⁸ Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, (стр. 7–19), стр. 8.

процентних поена, све до 1%, до нивоа „који није виђен у државама чланицама Еврозоне у скорој историји“⁴⁹⁹. Кретање каматних стопа Европске централне банке и основне каматне стопе на тржишту новца (ЕОНИА) у периоду финансијске кризе илуструје следећи графикон.

Графикон 3.5. *Кретање краткорочних каматних стопа у Еврозони у периоду финансијске кризе (у %, годишње)*



Извор: Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, стр. 11. Термини: marginal lending rate – маргинална каматна стопа кредитног механизма Европске централне банке; main refinancing rate – главна стопа рефинансирања; EONIA – централна стопа тржишта новца; deposit facility rate – каматна стопа депозитног механизма ЕЦБ.

Мере „повећања кредитног потенцијала“ банака, односно мере „неконвенционалног“ карактера, имале су следећа обележја⁵⁰⁰:

- од октобра 2008. године, банке су могле кроз све операције рефинансирања (репо операције различитих рокова доспећа)

⁴⁹⁹ Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, (стр. 7–19), стр. 11.

⁵⁰⁰ Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, (стр. 7–19), стр. 12 – 13.

добити неограничен износ ликвидних средстава по фиксној каматној стопи (главној стопи рефинансирања), уз одговарајуће обезбеђење (коллатерал);

- листа финансијских инструмената (државних и приватних емитената) који се прихватају као коллатерал била је проширена, тако да су и инструменти слабијег инвестиционог квалитета могли бити рефинансирани уз одговарајући дисконт. Према проценама Европске централне банке, укупан тржишно подобан коллатерал у Еврозони је око 13,5 трилиона евра, што износи око 150% бруто друштвеног производа Еврозоне. Од тога, банке имају у портфолијима око 1,5 трилион евра коллатерала, који се може употребити за рефинансирање, што даје могућност да се креира ликвидност од око 900 милијарди евра⁵⁰¹;
- проширена је листа банака подобних за операције рефинансирања, са 40 на око 2000⁵⁰², што је далеко више од учесника у сличним операцијама других централних банака;
- систем дугорочних операција рефинансирања (ЛТРО) омогућио је банкама да прибаве ликвидна средства на дужи рок – до једне године, како би могле да формирају кредитна средства за реални сектор, а да не буду изложена ризику промене каматних стопа због рочне трансформације средстава;
- од маја 2009. године уведен је програм рефинансирања банака на бази откупа тзв. покривених финансијских инструмената, односно хипотекарних финансијских инструмената. На тај начин, Европска централна банка преузела је ризик наплате ових инструмената по доспећу (3 – 7 година) и мада у веома скромном обиму (60

⁵⁰¹ Vitor Constancio, Contagion and the European debt crisis, у: Banque de France, *Financial Stability Review*, April 2012, (109 – 121), стр. 117.

⁵⁰² The ECB's Response to the Financial Crisis, ECB, *Monthly Bulletin*, October 2010, (стр. 59 – 74), стр. 66.

милијарди евра), утицала на реактивацију овог сегмента финансијског тржишта. Ова операција је претеча операција „квантитативног олакшања“, које је Европска централна банка предузела у каснијим фазама кризе – у периоду кризе сувереног дуга, пратећи тако активности Система федералних резерви САД и Бенк оф Ингланд, који су откуп финансијских инструмената практиковали у фази развијене финансијске кризе.

Нестандардне мере монетарне политике, које је применила Европска централна банка, имале су за резултат велики пораст ликвидности банака и снижавање каматних стопа на тржишту новца. Међутим, раст ликвидности није усмерен у кредитирање привреде и становништва; почетком 2009. године, нето кредити банака усмерени ка привреди и становништву забележили су негативно кретање⁵⁰³. Уместо кредитирања, повећана ликвидност на тржишту је служила за консолидовање ликвидности банака и формирање заштитног слоја капитала банака, а део је депонован у Европску централну банку у оквиру депозитног механизма, што је утицало да се референтна каматна стопа на главне операције рефинансирања приближи доњој граници (тј. стопи депозитног механизма), као што је то видљиво у претходном графикону. Депоновање ликвидности, али и реализација једногодишњег ЛТРО од јуна 2009. године (у износу од 442 милијарде евра) довеле су до енормног раста биланса Европске централне банке (а следствено и повећања масе новца у оптицају, који је требало стерилисати).

И поред наведених ефеката, оцењујући дејство нестандартних мера монетарне политике, Трише сматра да су оне биле „нарочито ефикасне“, јер су инфлаторна очекивања у Еврозони остала „оквирно стабилана“, и да су „изузетне мере политике Евросистема подржале прилив кредита у привреду и кроз фактор тражње (захваљујући врло ниским каматним стопама) и кроз фактор понуде (посебно кроз олакшање притиска прибављања средстава у банкарском

⁵⁰³ Lucas Papademos: *The role of the ECB in financial crisis management*, Speech at the Conference on “The cost of the financial crisis: Planning an exit strategy”, Athens, 27. 05. 2009, стр. 9.

сектору)⁵⁰⁴. Имајући то у виду, Европска централна банка је одлучила да почетком 2010. године укине нестандартне мере монетарне политике. Међутим, наставак кризе, у облику кризе сувереног дуга, условио је даље мере Европске централне банке, о којима ће бири речи у следећој глави ове дисертације.

⁵⁰⁴ Jean-Claude Trichet, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010, (стр. 7–19), стр. 13- 15.

ГЛАВА IV. КРИЗА ЈАВНОГ ДУГА И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ РЕФОРМЕ ЕКОНОМСКЕ И МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

4.1. Узроци и облици кризе јавног дуга Еврозоне

4.1.1. Узроци кризе јавног дуга Еврозоне

Интервенције држава у привреди и санацији банкарских система, уз дејство аутоматских фискалних стабилизатора у националним оквирима (смањени буџетски приходи, а повећани расходи по основу социјалних мера) до којих је дошло због финансијске кризе, имале су као последицу високе буџетске дефиците држава чланица Уније и посебно Еврозоне.

Табела 4.1. *Буџетски дефицит изабраних држава чланица Еврозоне, у %*

<i>Држава</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Немачка	-3,4	-1,7	0,2	-0,2	-3,2	-4,2	-1,0	-0,1	-0,1	0,3
Грчка	-6,2	-5,9	-6,7	-10,2	-15,2	-11,2	-10,2	-8,8	-12,4	-3,6
Италија	-3,6	-4,2	-3,6	-1,5	-2,7	-5,3	-4,2	-3,5	-3,0	-2,9
Ирска	1,3	2,8	0,3	-7,0	-13,8	-32,3	-12,5	-8,0	-5,7	-3,9
Португал	-6,2	-4,3	-3,0	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2

Извор:Еуростат,прилагодиоЉ.Ш.

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1>

Државне интервенције „кензијанског типа“ и последично формирање високог буџетског дефицита, утицале су на акумулисање јавног (сувереног) дуга држава чланица Еврозоне, пошто се јавни дуг, у нормалним условима, рефинансира на финансијском тржишту. Међутим, механизам интервенција у банкарски систем, као кључну полугу финансијског тржишта, довео је до формирања „зачараног круга“ односа банкарских система и државних буџета, пошто су банке у свом портфолију држале велики обим државних обвезница (на пример, у другом кварталу 2012. године, немачке банке држале су око 20% немачких државних обвезница, што је било два пута више од њиховог капитала; шпанске банке су у истом периоду држале у својим портфолијама 51,9% шпанског државног дуга, а италијанске банке 40,4% италијанског)⁵⁰⁵. по основу пада вредности тих обвезница трпеле су губитке, које су покривале из капитала, а држава је санирала њихов капитал из буџета, покривајући буџетски дефицит емисијом нових обвезница⁵⁰⁶. „Различити облици државне помоћи које су државе чланице Европске уније одобриле између првог квартала 2008. године до трећег квартала 2012. године износили су око 5 хиљада милијарди еура, што је било око 40% њиховог укупног бруто друштвеног производа за 2011. годину“⁵⁰⁷. На тај начин, јавни дуг је повећаван, али су инвеститори на финансијском тржишту захтевали више каматне стопе на обвезнице, поготово оних држава чланица Еврозоне које су имале структурне проблеме. Раст јавног дуга је довео неке од држава чланица у зону презадужености а раст каматних стопа довео их је у стање немогућности отплате дуга – дуг је постао неодржив, и претња банкротом ових држава је постала реална опасност. Финансијска криза претворила се у првој половини 2010. године у кризу јавног (сувереног) дуга Еврозоне.

⁵⁰⁵ Roberto Perotti, The sovereign debt crisis in Europe: Lessons from the past, questions for the future, стр. 2, 4. www.rperotti.com/.../recent_developments.pdf.

⁵⁰⁶ Видети шире : Ricardo Correa and Horacio Sapriza, Sovereign Debt Crises, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 1104, May 2014.

⁵⁰⁷ Ricardo Correa and Horacio Sapriza, Sovereign Debt Crises, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 1104, May 2014, стр. 9.

Табела 4.2. *Јавни дуг изабраних држава чланица Еврозоне (дуг/БДП), у%*

<i>Држава</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Немачка	66,9	66,4	63,6	65,0	72,5	81,0	78,4	79,7	77,4	74,9
Грчка	107,3	103,5	103,1	109,4	126,7	146,2	172,0	159,4	177,0	178,6
Италија	101,9	102,5	99,7	102,3	112,5	115,3	116,4	123,2	128,8	132,3
Ирска	26,1	23,6	23,9	42,4	61,8	86,8	109,3	120,2	120,0	107,5
Португал	67,4	69,2	68,4	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2

Извор: Еуростат, прилагодио Љ. Ш.

[http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdde410&plug
in=1](http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdde410&plug
in=1).

У условима кризе, финансијско тржиште је успоставило диференцирање између држава чланица Еврозоне преко каматних стопа на суверени дуг. Док се монетарна интеграција развијала у релативно нормалним економским условима и скоро деценију доприносила стабилном развоју финансијске интеграције, финансијско тржиште је перцепцију ризика, могло би се рећи „социјализовало“, односно дошло је до тенденције уједначавања каматних стопа на суверени дуг свих држава чланица Еврозоне, без обзира на развој њихове конкурентске способности и могуће диференцирање ризика по том основу. Овакво понашање финансијског тржишта било је резултат имплицитне претпоставке да ће државе чланице солидарно решавати проблем солвентности појединих држава чланица ако до ње дође, без обзира на „клаузулу не-санације“ из оснивачких уговора. С друге стране, док је год финансијско тржиште деловало у нормалним условима, није се постављао проблем рефинансирања јавног дуга држава чланица Еврозоне.

Криза сувереног дуга узроковала је другачије понашање финансијског тржишта: ризик неликвидности и ризик солвентности (банкротства) појединих држава чланица имали су за последицу диференцирање каматних стопа. С једне стране, обвезнице немачког државног дуга (Bund) постале су „сигурно уточиште“ (Safe Heaven) за инвеститоре који су тражили сигурност пласмана свог капитала и

стога су носиле веома ниске каматне стопе (чак и у зони реално негативних каматних стопа) – на пример, средином 2011. године оне су на 10-годишње немачке државне обвезнице износиле 3%⁵⁰⁸. С друге стране, обвезнице државног дуга презадужених држава чланица Еврозоне повлачиле су премију на ризик ликвидности, чиме су знатно увећане - на пример, обвезнице Италије и Шпаније у истом периоду носиле су премију на ризик у односу на немачке обвезнице истог рока доспећа од 3,5% (Италија) и 4% (Шпанија)⁵⁰⁹. Обвезнице држава чланица које су ушле у зону несолвентности носиле су и премију на ризик банкротства, тако да су каматне стопе на грчки државни дуг биле енормно високе: каматне стопе на 10-годишње грчке државне обвезнице износиле су маја 2010. године 16%⁵¹⁰ (на 5-годишње обвезнице чак 35,56%)⁵¹¹ а каматне стопе на 2-годишње португалске обвезнице у износиле су такође 16%⁵¹². Истовремено, главне рејтинг агенције су сврстале (у јулу 2011. године) кредитни рејтинг Ирске и Грчке у категорију „ђубре“ (енгл. Junk)⁵¹³.

Кретање каматних стопа на јавни дуг у Еврозони⁵¹⁴, са посебним освртом на ширење спреда каматних стопа презадужених држава чланица, илуструје графикон 4.1.

Графикон 4.1. *Кретање каматних стопа у Еврозони, 2005 – 2012 (у %)*

⁵⁰⁸ *Wall Street Journal Online*, May 26, 2011.

⁵⁰⁹ Worries Mount Over Italy and Spain, *Wall Street Journal Online*, August 3, 2011.

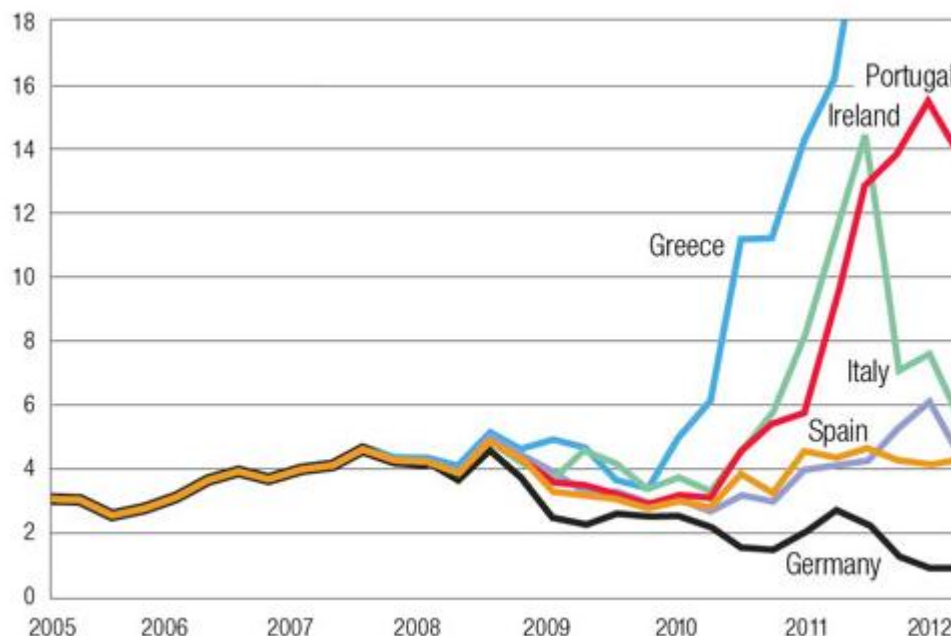
⁵¹⁰ *Wall Street Journal Online*, May 26, 2011.

⁵¹¹ Cristina Arellano, Juan Carlos Conesa, Timothy J. Kehoe, Chronic Sovereign Debt Crises in the Eurozone, 2010–2012, *Economic Policy Paper 12-4*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, May 2012, стр. 8.

⁵¹² *Wall Street Journal Online*, July 13, 2011.

⁵¹³ *Wall Street Journal Online*, July 13, July 23, 2011.

⁵¹⁴ António Afonso, Michael G. Arghyrou, and Alexandros Ktononikas, The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU, European Central Bank, *Working Paper Series*, 1781 / April 2015.



Извор: Cristina Arellano, Juan Carlos Conesa, Timothy J. Kehoe , Chronic Sovereign Debt Crises in the Eurozone, 2010–2012, *Economic Policy Paper 12-4*, Federal Reserve Bank of Minneapolis , May 2012, стр. 8.

Због немогућности рефинансирања јавног дуга на (приватном) финансијском тржишту, и због претње да се криза јавног дуга прелије, односно да се проблеми солвентности најзадуженијих држава чланица не пренесу на целину Еврозоне – што би значило раст каматних стопа на јавни дуг већег броја држава чланица и ризик банкротства за њих – требало је колективном акцијом санирати најзадуженије државе чланице: Грчку, Ирску и Португалију и поред забране коју је постављала „клаузула не-санације“ из оснивачких уговора Европске уније. Спасавањем ове три, релативно мање државе чланице, спречило би се преношење кризе на Италију и Шпанију, где су се камате на нове емисије обвезница такође порасле до нивоа границе одрживости спољног дуга.

Алтернативе овом облику решавања кризе јавног дуга биле су банкрот држава чланица или емисија јавног дуга преко механизма који би социјализовао ризик емисије, односно путем емитовања обвезница које би гарантовале све државе чланице Еврозоне – еврообвезница.

Банкрот државе чланице изражен кроз обуставу плаћања иностраним кредиторима, имао би веома изражене негативне последице. Прво, била би уведена

контрола кретања капитала за домаће привредне субјекте и становништво. Друго, кредитори би претрпели велике губитке по основу свог портфолија обвезница банкрутиране државе. Треће, њен спољни дуг био би од стране рејтинг агенција проглашен за ненаплатив (категорија Д), што би је за дужи период времена удаљило од међународног финансијског тржишта (као, на пример Аргентину, која је у децембру 2001. године обуставила плаћања иностраним повериоцима)⁵¹⁵. Четврто, дошло би до низа судских процеса ради наплате дугова, који би као последицу имали заплону државне имовине. Најзад, пето, банкрот државе чланице имао би ефекат преливања на друге државе чланице, односно изазвао би кризу Еврозоне, са неизвесним последицама по њен опстанак, пошто би држава која банкрутира могла да напусти Економску и монетарну унију. Имајући у виду досадашњи степен монетарне интеграције, то би довело до оштре кризе у финансијској, а затим и реалној области интеграције. За банкрутирану државу чланицу то би значило увођење нове валуте, њену непосредну девалвацију и високу инфлацију са свим економским и социјалним последицама.

Финансијско тржиште у периоду пре кризе прећутно је прихватао ризик инвестирања у обвезнице држава чланица као општи ризик Еврозоне и стога захтевало ниже каматне стопе за емисије јавног дуга држава чланица које нису имале адекватне фундаменталне показатеље солвентности. Зато је, као једно од могућих решења кризе јавног дуга појединих држава чланица, предложено емитовање еврообвезница које би биле гарантоване од стране свих држава чланица и које би служиле као средство рефинансирања јавног дуга по јединственој (нижој) каматној стопи. На тај начин би се отклонио притисак финансијског тржишта на поједине државе чланице Еврозоне.

Предложени су различити модалитети емитовања еврообвезница, мада ни један предлог није био детаљније разрађиван, вероватно стога што су аутори оценили са не постоји политичка воља да се ти предлози усвоје, посебно у Немачкој (цитирана

⁵¹⁵ Ramon Moreno, Learning from Argentina's Crisis, *FRB of San Francisco Economic Letter* 002-31, October 18, 2002; International Monetary Fund, *Lessons from the Crisis in Argentina*, October 8, 2003, <https://www.imf.org/external/np/pdr/lessons/100803.pdf>.

је изјава канцеларке, Ангеле Меркел, у немачком Парламенту: „док сам ја жива, неће бити еврообвезница!“⁵¹⁶. Немачка је сматрала да емисија еврообвезница носи велику опасност од моралног хазарда, јер би стимулисала државе чланице да емитују слободно своје инструменте дуга знајући да ће их други отплаћивати⁵¹⁷.

Најједноставнији предлог је да се еврообвезнице издају централизовано и да уживају неопозиву гаранцију свих држава чланица⁵¹⁸. Варијанта тог предлога јесте да се формира Европски монетарни фонд, који би емитовао еврообвезнице за државе чланице Еврозоне, условљавајући њихову економску политику у правцу смањења буџетског дефицита⁵¹⁹. По другој варијанти⁵²⁰, средства фонда би обезбеђивале државе које имају прекомеран јавни дуг и буџетски дефицит и он би могао да прибавља и средства са финансијског тржишта. Средства фонда била би улагана у куповину инвестиционих обвезница држава чланица Еврозоне. Власници обвезница презадужених држава могли би размењивати своје обвезнице за обвезнице фонда уз одговарајући дисконт. Проблем овог типа предлога јесте што се не може спречити, услед типа гаранције, да не дође до преливања средстава између држава чланица („трансферна унија“).

Други предлог је формулисан на самом почетку кризе јавног дуга, када је постало јасно да Еврозона нема одговарајући институционални механизам за његово решавање. Он има у виду емисију две врсте еврообвезница: „плаве“ и „црвене“⁵²¹. Прве обвезнице би се односиле на јавни дуг до референтне вредности од 60% бруто друштвеног производа и оне би биле гарантоване од стране свих

⁵¹⁶ Matthias M. Matthijs and Kathleen R. McNamara, The Euro Crisis' Theory Effect - Northern Saints, Southern Sinners, *Modell Deutschland*, and the Demise of the Eurobond, June 2014, Prepared for 2015 Special Issue of *Journal of European Integration*, стр. 12.

⁵¹⁷ Jeffrey Frankel, Could Eurobonds be the answer to the Eurozone crisis? *VOX CEPR's Policy Papers*, 27 June 2012 .

⁵¹⁸ Roberto Perotti, The sovereign debt crisis in Europe: Lessons from the past, questions for the future, стр. 10. www.rperotti.com/.../recent_developments.pdf

⁵¹⁹ Stephan Schulmeister, The European Monetary Fund, *Revue de l'OFCE* , 2013/1 N° 127, стр. 389 - 424, <http://www.caim.info/revue-de-l-ofce-2013-1-page-389.htm>.

⁵²⁰ Daniel Gros and Thomas May, How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!, *CEPS Policy Brief*, No. 202/February 2010, Updated 17 May 2010.

⁵²¹ Delpa, J. and J. von Weizsäcker, The Blue Bond Proposal, *Bruegel Policy Brief*, updated version March 2011.

држава чланица Еврозоне. Јавни дуг преко референтне вредности био би покривен „црвеним“ обвезницама и за свој дуг би гарантовала свака држава чланица посебно. Разуме се да би инвеститори ценили прву врсту еврообвезница као сигурно улагање, а друга би била подложна спекулативним операцијама, али би губитак по том основу подносила држава чланица која је емитовала „црвене“ обвезнице.

Трећи предлог, који је изнео немачки Савет економских експерата, претпоставља формирање Европског фонда за откуп обвезница, са циљем конверзије у обвезнице постојећег јавног дуга који превазилази референтну вредност од 60%. Те обвезнице би се исплаћивале у наредних 25 година⁵²². На тај начин би се спречио притисак финансијског тржишта на поједине државе чланице Еврозоне и социјализовао ризик прекомерног дефицита. Али, ни овај предлог не искључује могућност де факто стварања „трансферне уније“.

Рефинансирање буџетског дефицита емисијом еврообвезница имало би смисла само уколико би Еврозона била уређена на федерални начин, другим речима, ако би се формирао централни буџет који би имао могућност вршења фискалних трансфера и јединствено министарство финансија. Па чак и у том случају, постоје ставови (у Немачкој) против социјализације јавног дуга. Немачки ИНФО Институт је израчунао да би Немачка годишње губила 47 милијарди евра на основу виших камата на свој јавни дуг уколико би он био покривен емисијом еврообвезница. Он сматра да је принцип одговорности за своје обавезе „основни принцип било какве економске активности и један од угаоних каменова тржишне економије. Ако било ко то напусти, он ставља европску будућност у опасност“⁵²³.

4.1.2. Облици кризе јавног дуга Еврозоне

Иако је као непосредан повод за избијање имала финансијску кризу, криза јавног дуга Еврозоне резултат је кумулативног дејства екстерних и интерних фактора развоја појединих држава чланица Еврозоне, који су довели до низа

⁵²² Bofinger, Peter, Lars P Feld, Wolfgang Franz, Christoph M Schmidt, Beatrice Weder di Mauro, [A European Redemption Pact](#), *VoxEU.org*, 9 November 2011.

⁵²³ Ifo Institute, What will Euro-bonds costs?, *Press Release*, August 17, 2011. http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PM_20110817_Eurobonds_de.pdf

структурних поремећаја у њиховим привредама. Због тога се и облици кризе јавног дуга могу посматрати кроз неколико индикатора ових структурних поремећаја.

Прва група су државе чланице са смањеном конкурентном способношћу (Грчка, Ирска и Португалија), која је настала услед притисака инфлаторних тенденција креираних у овим државама. Оне су резултат раста надница, пре свега у јавном сектору, који је проширен и на приватни сектор, што је довело до раста јединичног нивоа надница и стога повећане разлике у односу на друге државе чланице. Високи државни издаци у социјалном сектору и велики обим државне администрације такође су допринели смањењу конкурентске способности, повећаном дефициту платног биланса и притиску на раст задуживања државе.

Друга група држава чланица имала је диспропорционално висок обим банкарског сектора у односу на реалан сектор привреде (Шпанија, Кипар, Ирска), који је стимулисан улагањима у некретнине и потрошњу у условима „шпекулативног мехура“ који је формиран на светском финансијском тржишту. Када на банкарском тржишту дође до поремећаја ликвидности услед повећаног ризика у међубанкарском кредитирању, или под дејством психолошких разлога дође до повећаног повлачења депозита, банке траже интервенцију централне банке – у овом случају Европске централне банке, како би користиле додатну ликвидност. Шпекулативни мехур значи да банке имају велику кредитну изложеност према појединим секторима привреде у којима раст цена активе (реалне или финансијске) превазилази фундаменталне економске параметре – а у периоду пре избијања финансијске кризе то је била област некретнина. Погођена кризом и следствено смањењем потрошачке тражње, ова област је забележила велики пад активности, што је за последицу имало несолвентност и банкрот фирми. Банкарски кредити постали су ненаплативи и банке су морале да врше њихов отпис на терет капитала, смањујући тако своју капиталну основу испод нивоа прописаних банкарском регулативом насталом на бази препорука Базелског комитета за банкарски надзор. Пошто је финансијско тржиште затворено за рекапитализацију банака у условима кризе, држава је прибегла санацији банака из буџета.

Трећа група држава чланица Еврозоне ушла је у процес прихватања евра са високим јавним дугом (Грчка, Италија), који није касније прилагођен

критеријумима Пакта стабилности и раста. Овакав положај би, у условима постојања националне валуте, приморавао државу да у могућим условима кризе тражи помоћ националне централне банке, односно да инфлаторним финансирањем смањи реални терет дуга. У условима монетарне интеграције, међутим, овакав приступ није могућ и држава чланица је изложена притисцима финансијског тржишта; посебно ако се висок ниво јавног дуга кумулира са високим буџетским дефицитом и смањеном конкурентском способношћу (иако је имала релативно висок јавни дуг, Италија је успела да одржи финансијску стабилност).

4.2. Санација презадужених држава чланица

4.2.1. Механизми и дometи санације

Нужност санације сувереног дуга презадужених држава чланица Еврозоне показала се као нужан услов спречавања преливања кризе, која би имала потенцијално веома неповољне последице и на светско финансијско тржиште (релативно скромнијег обима, финансијска криза у Азији, 1998. године, манифестовала се као криза поверења на светском финансијском тржишту).

Санација се, међутим, суочила са недостатком институционалних механизма за њено спровођење. Због тога је у оквиру Еврозоне било потребно у ходу пронаћи средства за санацију, заобићи „клаузулу не-санације“ и створити одговарајући институционални оквир који ће омогућити санацију и имати утицај на трајније враћање поверења на финансијском тржишту, како би се после спроведене санације за те државе чланице обезбедио нормалан повратак на финансијско тржиште у циљу рефинансирања државног дуга.

4.2.1.1. Мултилатерални механизам санације

Криза грчког јавног дуга била је полазна тачка за формирање првих механизма санације јавних финансија презадужених држава чланица Еврозоне.

Санација је најпре укључила сопствена средства Уније намењена државама чланицама угроженим изузетним околностима изван њихове контроле (по члану 122. Уговора о функционисању Европске уније) у облику Европског механизма за финансијску стабилизацију (European Financial Stabilization Mechanism – EFSM)⁵²⁴. Пошто је оснивачким уговорима забрањена колективна санација јавног дуга државе чланице, додатна помоћ је усмерена преко посебним међудржавним уговором креираног тела, Европског механизма за финансијску стабилност (European Financial Stability Facility - ESFS)⁵²⁵. Овај механизам има облик акционарског друштва са седиштем у Луксембургу и државе Еврозоне су пружиле гаранције у износу од око 780 милиона евра, што је Фонду омогућило да формира кредитни потенцијал у износу од 440 милиона евра, емисијом обвезница на тржишту капитала⁵²⁶. Одобравање кредита врши се уз гаранцију државе примаоца и подлеже могућем условљавању у форми захтева за смањење буџетског дефицита или давања смерница економској политици државе примаоца кредита. Кредит може бити и у форми куповине обвезница државе чланице на примарном финансијском тржишту.

Европски механизам за финансијску стабилизацију отпочео је са радом јуна 2010. године, као привремени механизам за решавање кризе у Еврозони и одобрио је финансијску помоћ Грчкој, Ирској и Португалији.

Санација јавног дуга Грчке. Почетак финансијске агоније Грчке није везан за усвајање мера санације њених јавних финансија од стране Европске уније, већ ранијим економским и финансијским развитком, који је имао за последицу губљење конкурентности грчке привреде и веома висок обим буџетског дефицита⁵²⁷. Дефицит је износио 15% БДП крајем 2009. године, и његова дугогодишња акумулација довела је крајем те године до јавног дуга од 129,7%

⁵²⁴ Council Regulation 407/2010 of 11 May 2010 establishing a European financial stabilization mechanism, OJ 2010, L 118/1.

⁵²⁵ Decision of the Representatives of the Governments of the Euro Area Member States Meeting Within the Council of the European Union. European Council document 9614/10 of 10 May 2010.

⁵²⁶ http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019_efsf_framework_agreement_en.pdf

⁵²⁷ International Monetary Fund, *GREECE: Request for Stand-By Arrangement*, May 5, 2010.

бруто друштвеног производа⁵²⁸, вишеструко пробијајући лимите Пакта стабилности и раста. Светско финансијско тржиште осетило је опасност неликвидности Грчке и повећало премије на ризик грчких државних обвезница, што је довело до немогућности тржишног рефинансирања јавног дуга и проблема с његовом отплатом кредиторима⁵²⁹. Постало је јасно да је потребна санација финансија ове земље (енгл. Bail-out). На састанку шефова држава и влада Евразоне (Евросамит) одлучено је је 7. маја 2010. године да се одобри Грчкој пакет финансијске помоћи у износу од 110 милијарди евра, од чега су државе чланице Уније на билатералној основи (да би се избегла „клаузула не-санације“ из оснивачких уговора) издвојила 80 милијарди евра, а Међународни монетарни фонд 30 милијарди евра⁵³⁰. Финансирање би требало да буде привремено, док Грчка не осигура повратак на финансијско тржиште и поново обезбеди тржишно (ре)финансирање свог дуга.⁵³¹

Грчка је прихватила да са кредиторима утврди мере финансијских и економских реформи, које су биле облик условљавања кредитора за одобрени кредит. Међународни монетарни фонд прихваћен је као део пакета санације и поред почетног одбијања европских политичара (крајем 2009. и почетком 2010. године) да се он укључи у овај процес, са тезом да би то било понижавање Евразоне, односно признавање да не може сама да реши проблеме јавног дуга својих држава чланица⁵³². Већ у фебруару 2010. године, у саопштењу са састанка шефова држава и влада Евразоне говори се да се у случају потребе користи искуство Међународног монетарног фонда⁵³³. Он је постао саставни део институционалног механизма формираног за надгледање реализације програма финансијске помоћи и испуњавање услова који су Грчкој наметнути споразумом из

⁵²⁸ European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Enquiry report on the role and operations of the Troika (ECB, Commission and IMF) with regard to the euro area programme countries (2013/2277(INI), *Draft Report*, 17.12.2013, стр.23.

⁵²⁹ Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013.

⁵³⁰ *Statement of the Heads of State or Government of the Euro Area*, Brussels, 7 May 2010.

⁵³¹ *Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area*, Brussels, 25 March 2010.

⁵³² European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Enquiry report on the role and operations of the Troika (ECB, Commission and IMF) with regard to the euro area programme countries (2013/2277(INI), *Draft Report*, 17.12.2013, стр. 23.

⁵³³ *Statement by the Heads of State or Government of the European Union*, Brussels, 11 February 2010.

маја – тзв. Тројке, коју су чинили представници Европске комисије, Европске централне банке и Међународног монетарног фонда.

Први пакет помоћи Грчкој састављен је у околностима великог економског притиска светског финансијског тржишта, унутрашњих тензија у овој земљи, закулисних политичких игара и политизације јавног мњења европских држава.

Инвеститори су поводом грчке кризе јасно показали став да на европском финансијском тржишту не постоји јединствен ризик, како се до ове кризе прећутно претпостављало (што је омогућавало државама са смањеном конкурентношћу да прибављају кредите на финансијском тржишту по нижим каматним стопама него што је то одговарало њиховој конкурентности) и да се у инвестиционе одлуке мора уградити и ризик неликвидности и ризик банкротства појединих држава чланица Еврозоне.

Које циљеве је први пакет помоћи Грчкој требало да оствари?

Прво, смањивање фискалног дефицита испод 3% до 2014. године, док би однос дуга и бруто друштвеног производа требало да буде стабилизован до 2013. године (149%) а затим да постепено опада. Друго, да се стабилизује финансијски систем кроз оснивање потпуно независног Фонда за финансијску стабилизацију који ће подржати банке ако то буде неопходно, и треће, обнављање грчке економије кроз свеопште структурне реформе⁵³⁴. Економски раст требало је да буде обновљен до 2012. године, незапосленост је требало да достигне највиши ниво од 14,5% у тој години а да се даље смањи, а Грчка би требало да те године поново добије приступ финансијском тржишту⁵³⁵.

Услови који су постављени Грчкој били су следећи: поред смањења буџетског дефицита које је влада већ предузела почетком 2010. године од 5%, требало је у периоду 2010 – 2013. године смањити тај дефицит за додатних 11%. Затим, повећање пореских прихода, смањење пореских издатака првенствено кроз укидање 13. и 14. плате у јавном сектору и 13. и 14. пензије у приватном и јавном сектору изузев за најмање плате и пензије, реформа пензијског система и, најзад,

⁵³⁴ IMF Approves €30 Bln Loan for Greece on Fast Track, *IMF Survey Online*, May 09, 2010. IMF, Office Memorandum, Board Meeting on Greece's Request for an SBA – May 9, 2010.

⁵³⁵ European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Enquiry report on the role and operations of the Troika (ECB, Commission and IMF) with regard to the euro area programme countries (2013/2277(INI)) Draft Report, 17.12.2013, стр. 23 – 24.

структурне фискалне мере које ће донети уштеде од 1,8% бруто друштвеног производа⁵³⁶. Имплементација програма требало је да доведе до формирања значајног примарног фискалног вишка (вишак прихода над расходима без доспелих отплата по постојећим кредитима), који би уверио приватне инвеститоре да је Грчка способна да користи финансијско тржиште за рефинасирање обавеза, без обзира на висок обим спољног дуга⁵³⁷. И сам Међународни монетарни фонд је претпоставио да би неостваривање наведених услова могло да доведе до проблема у отплати дугова, односно да отплата дуга Грчке постане неодржива. Упркос томе, није предложено отписивање дела дуга, у страху да ће то значити велике губитке приватних инвеститора, односно на дужи рок удаљивање Грчке са светског тржишта капитала. Према мишљењу међународног монетарног фонда, “најважније за Грчку у процесу прилагођавања је елиминација њеног великог примарног буџетског дефицита. То је најважнији проблем Грчке, а не ниво дуга”⁵³⁸.

На тај начин је Грчка стављена у противречан положај. С једне стране, програм је омогућио да се привремено заустави преливање кризе на друге земље и да се спречи евентуално избијање светске финансијске кризе, односно спрече последице могућег банкрота Грчке (аналогно банкроту америчке инвестиционе банке Лиман Брадерс /Lehman Brothers/). Програмом су заштићени крупни повериоци, посебно велике банке земаља чланица Еврозоне. С друге стране, Грчкој су наметнути услови које она на краatak рок није могла да испуни без значајнијег отписа дуга. Криза у спровођењу програма била је неминовна. Посебно због тога што је примена програма наишла на снажно противљење широких социјалних слојева. Другим речима, није био остварен социјални консензус унутар грчког друштва о прихватању наметнутог условљавања, а ни једна партија није имала чист мандат (апсолутну већину бирача) да наметне тај консензус.

У току надзора над спровођењем програма, Тројка је постављала нове захтеве у погледу реформи које је требало извршавати. Већ до краја 2010. године постављени су нови услови: у фискалној области – смањење издатака у здравству,

⁵³⁶ Europe and IMF Agree €110 Billion Financing Plan With Greece, *IMF Survey Online*, May 02, 2010.

⁵³⁷ International Monetary Fund, *GREECE: Request for Stand-By Arrangement*, May 5, 2010.

⁵³⁸ IMF Approves €30 Bln Loan for Greece on Fast Track, *IMF Survey Online*, May 09, 2010.

реформа државних предузећа и пореске администрације; у структурној области – усклађивање зарада са продуктивношћу, отварање конкуренцији сектора предузећа, трговине, услуга и професија, приватизација државне имовине⁵³⁹. Пошто су мере имале за циљ враћање конкурентности (дакле, представљале су мере интерне девалвације), која је у претходној деценији смањена за 20 – 30%, требало је извршити адекватно прилагођавање цена и трошкова рада, али су се цене показале веома ригидним, тако да тај циљ није остварен до 2013. године; уместо смањења трошкова рада, драстично је повећана незапосленост. Међутим, програм прилагођавања није дао резултате, посебно због већег пада БДП него што је тројка очекивала, раста незапослености (16,5% у 2011. години), као и због неостваривања кључних резултата у фискалној и области приватизације државне имовине⁵⁴⁰. Главни проблем постао је неодрживи суверени дуг, с обзиром на пад бруто друштвеног производа, као и због чињенице да се процес прилагођавања привреде Грчке мерама санације вршио углавном преко рецесије и канала односа цена и надница, а не кроз раст продуктивности под утицајем структурних реформи⁵⁴¹.

Од средине 2011. године, преговарани су елементи новог програма помоћи Грчкој, која је подразумевала и реструктурисање њеног сувереног дуга, што је подразумевало и значајно укључивање приватног сектора. Укључивање приватног сектора – да он поднесе терет санације грчких финансија кроз реструктурисање и отпис дела потраживања према Грчкој, - последица је политичког притиска, посебно немачке канцеларке Ангеле Меркел. После договора немачке канцеларке и француског председника постигнутог у Довилу, октобра 2010. године, усвојен је став о потреби реструктурисања грчког сувереног дуга уз „адекватно учешће приватног сектора“. На самиту Еврозоне, 21. јула 2011. године, донета је решење о „инволвирању приватног сектора“ у санациони програм, које је подразумевало отпис његових потраживања од 50% и продужење рокова отплате грчког сувереног

⁵³⁹ IMF, Statement by the EC, ECB, and IMF on the Second Review Mission to Greece, *Press Release No. 10/454*, November 23, 2010

⁵⁴⁰ Greece Needs Deeper Reforms to Overcome Crisis, IMF Survey online, December 16, 2011.

⁵⁴¹ IMF, Statement by the European Commission, the ECB and IMF on the Fifth Review Mission to Greece *Press Release No.11/359*, October 11, 2011. IMF, *Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, Rephasing and Request for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria*, November 30, 2011.

дуга. Ово решење проистекло је из „немачко-француског споразума претходне ноћи“⁵⁴² са састанка коме је присуствовао и председник Европске централне банке, Жан Клод Трише (Jean Claude Trichet) (Он се претходно жестоко борио против таквог решења, забринут за стабилност банака). Да би се избегло нервозно реаговање финансијског тржишта и ширење „заразе“ и на друге државе у финансијским тешкоћама тиме што би тржиште подигло цену и њиховог дуга, Евросамит је изричито навео да се програм реконструкције сувереног дуга односи само на Грчку: „јасно смо потврдили да је грчка ситуација различита од ситуације у другим земљама и зато она тражи изузетан одговор, укључив и учешће приватног сектора“⁵⁴³.

Пошто су банке били највећи власници грчког сувереног дуга, отпис потраживања у предложеном обиму довео би до значајног губитка у њиховом капиталу и стога је била потребна и њихова рекапитализација, посебно грчких банака. У случају грчких банака, додатни проблем била је њихова слаба ликвидност, јер је услед наговештаја отписа сувереног дуга и следствених проблема у банкама, дошло до великог одлива депозита – од јануара до септембра 2011. године, он је износио 32 милијарде евра; такође повећан је обим ненаплативих кредита услед рецесије⁵⁴⁴.

Укупни износ грчког дуга на почетку процеса реструктурисања износио је 350 милијарди евра и представљао је 155% бруто друштвеног производа у 2011. години⁵⁴⁵. Реструктурисање је требало да смањи терет дуга на 120% до 2020. године, како би се избегло да његова отплата буде неодржива. Предмет реструктурисања био је дуг државе и државних предузећа у поседу приватних инвеститора (банака, осигуравајућих компанија, компанија за управљање

⁵⁴² Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, *IMF Country Report No. 13/20*, January 2013. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1320.pdf>. Dithering at the Top Turned EU Crisis to Global Threat, *The Wall Street Journal*, December 29, 2011.

⁵⁴³ European Council, *Remarks by President Van Rompuy at the press conference following the Eurozone Summit*, Brussels, 21 July 2011, EUCO 54/11 PRESSE 259 PR PCE 27.

⁵⁴⁴ *Greece Needs Deeper Reforms to Overcome Crisis*, IMF Survey Online, December 16, 2011.

⁵⁴⁵ Germany's Weber Slams Rescue Efforts, *The Wall Street Journal*, June 27, 2011.

финансијском активом) од укупно 206 милијарди евра⁵⁴⁶. Истовремено, и државе повериоци су извршиле програмирање дела дуга, кроз смањење каматних стопа, продужавање рокова доспећа кредита, али без смањења номиналне вредности официјелног дуга⁵⁴⁷.

Реструктуисање грчког сувереног дуга у власништву приватних инвеститора имало је две фазе: замена постојећих државних и државно гарантованих обвезница новим финансијским инструментима, уз значајан отпис дуга и реоткуп дела ново емитовани финансијских инструмената од стране Грчке. Резултат је била значајно смањење дуга – у већем обиму од оног предвиђеног иницијалним предлогом Евросамита, продужење рокова отплате и промена структуре власништва – смањење учешћа приватних инвеститора и повећање власништва Европског фонда за финансијску стабилност (ЕСФС) или, друкчије речено, повећање власништва држава чланица Еврозоне (њихових пореских обвезника). „После замене дуга вредног 200 милијарде евра у марту/априлу 2012, године и откупа великог дела ново-заменењих државних обвезница у децембру, износ грчких обвезница у рукама приватних кредитора спао је на само 35 милиона – једва 13% од онога колико је износио у априлу 2010. године, када је Грчка изгубила приступ тржишту капитала“⁵⁴⁸. Обим губитка приватних инвеститора износио је близу 75% и то је била „највеће и најоштрије смањење дуга у историји“⁵⁴⁹ (мада неки аутори тврде да је обим губитака, тзв „шишање“ /енгл. Haircut/ инвеститора у финансијској терминологији, био између 59 – 65%)⁵⁵⁰.

Преговори Грчке и приватних кредитора окончани су 21. фебруара 2012. године, а формални позив за замену дуга (енгл. Debt Swap) уследио је 24. фебруара, са роком изјашњавања кредитора до 8. марта исте године. Пошто је позив

⁵⁴⁶ Greece secures 296bn euro debt swap, Financial Times, March 9, 2012.

⁵⁴⁷ European Commission, Second Economic Adjustment Programme for Greece, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm.

⁵⁴⁸ Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch, Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013, стр. 2.

⁵⁴⁹ IMF Board Approves €28 Billion Loan for Greece, *IMF Survey online*, March 15, 2012.

⁵⁵⁰ Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch, Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013, стр. 2.

прихватило 85,8% инвеститора, а са активирањем „клаузуле колективне акције“, која је подразумевала да се о трансакцији изјасни већина а не сви инвеститори одређене класе дуга, она је прихваћена са 95,7% инвеститора. Иако је одлука Евросамита гласила да је учешће инвеститора добровољно, различите врсте притисака од стране регулаторних органа држава Еврозоне и саме Грчке (да неће имати новца да исплати несагласне власнике) довеле су до овако високог пристанка инвеститора; представник једног од њих (немачке Комерцбанке) изјавио је да је реструктурисање грчког дуга било „исто толико добровољно колико је било и признање за време шпанске инквизиције“⁵⁵¹.

Замена постојећег дуга је извршена емисијом нових обвезница, које су укључивале: 1) једногодишње и двогодишње ноте које је емитовао ЕСФС у износу од 15% номиналне вредности старог дуга. Ове краткорочне обвезнице су биле својеврстан „заслађивач“ инвеститорима, пошто су се могле лако уновчити, а значиле су и трансфер дуга од приватних инвеститора у институцију за коју гарантују државе чланице Еврозоне; 2) двадесет нових државних обвезница грчке државе, са роком доспећа између 2023. и 2042. године, у износу од 31,5% старог дуга, са годишњим каматним стопама између 2% и 4,3%, уз специфичну гаранцију ЕСФС; 3) обвезнице индексираних годишњим растом бруто друштвеног производа, које су се исплаћивале ако друштвени производ порасте у одређеном проценту; 4) обвезнице којима се компензирао део камате на стари дуг⁵⁵².

Замена дуга је имала за резултат да је обим грчког дуга смањен за 107 милијарди евра⁵⁵³. Дуг који није био предмет реструктурисања био је дуг према Међународном монетарном фонду (20 милијарди евра), државама чланицама Еврозоне према првом пакету помоћи Грчкој (Greek Loan Facility) (53 милијарди

⁵⁵¹ Wall Street Journal Online, 24 February 2012 .

⁵⁵² Jeromin Zettelmeyer , Christoph Trebesch , Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013, стр. 10.

⁵⁵³ Jeromin Zettelmeyer , Christoph Trebesch , Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013, стр. 13.

евра) и Европској централној банци и националним централним банкама (50 милијарди евра)⁵⁵⁴.

Друга фаза реструктурисања дуга био је откуп дуга од стране Грчке, 12. децембра 2012. године, који је остварен кредитом средствима ЕФСФ од 11.3 милијарди евра. На финансијском тржишту откупљено је обвазница у износу од 31,9 милијарди евра, чиме је смањен номинални обим грчког дуга за додатних 20,6 милијарди евра. Укупан губитак приватних инвеститора после обе фазе реструктурисања износи је 65% првобитне номиналне вредности потраживања⁵⁵⁵.

Као резултат реструктурисања, промењена је структура власништва грчког дуга. Са 206 милијарди евра на почетку 2012. године, удео приватних инвеститора смањен је на 35 милијарди евра почетком 2013. године. Удео инвеститора држава чланица Еврозоне порастао је од 58 милиона евра почетком 2012. године на више од 195 милијарди евра почетком 2013. године⁵⁵⁶.

Решавање проблема грчког дуга није отклонило проблеме које је узроковала рестриктивна економска политика и реформе захтеване од стране Тројке. Настављена је тенденција пада друштвеног бруто производа, односно кризно кретање грчке привреде. „Продубљена рецесија поставила је даље препреке пред фискалним прилагођавањем, повећала је терет грчког дуга и повећала значајно вероватноћу да ће Грчка бити заробљена у замку слабог поверења, високог дуга и ниског раста“⁵⁵⁷.

Санација јавног дуга Ирске. С обзиром да је Ирска прва држава чланица која је окончала програм санације и налази се у поступку постсанационог надгледања – док не отплати најмање 75% санационог кредита, у разматрању

⁵⁵⁴ Greece secures 296bn euro debt swap, *Financial Times*, March 9, 2012.

⁵⁵⁵ Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch, Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013, стр. 30.

⁵⁵⁶ Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch, Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013, стр. 35.

⁵⁵⁷ IMF, 2013. “Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility” IMF Country Report No. 13/20, January 2013, стр. 11. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1320.pdf>.

домета санације биће првенствено анализирани кључни елементи програма санације чије је испуњавање довело до њеног окончања. Ирска ће се у постсанационом периоду налазити до 2031. године, а „његов циљ је са у крајњој линији измери способност Ирске да отплати преостале зајмове ЕФСМ, ЕСМ и билатералне зајмове“⁵⁵⁸.

Ирска је у кризни период ушла после периода убрзаног раста, на основу знатног прилива иностраног капитала, структурних реформи нарочито у фискалној области и раста банкарског сектора. То је имало за последицу и високи раст зарада, са динамиком два до три пута бржом од раста зарада у Европској унији⁵⁵⁹. Конкурентска способност привреде је стога драстично смањена⁵⁶⁰, а високе наднице у јавном сектору утицале су да се дефицит буџета повећао када су, услед деловања кризе, приходи буџета смањени. На раст дефицита буџета утицала је и консолидација хипертрофiranог банкарског сектора, који је имао велике пласмане у некретнине у периоду шпекулативног мехура на тржишту некретнина, а средства је обезбеђивао по релативно ниским каматним стопама на финансијском тржишту. Слом ирског тржишта некретнина и проблеми у одржавању ликвидности банака услед светске финансијске кризе, а самим тим и престанак домаће кредитне експанзије, довели су до великог пада друштвеног бруто производа Ирске, за 18% у периоду 2008 – 2010. године, уз растућу незапосленост (са 5,6% у 2008. на 14,2% у 2011. години)⁵⁶¹. Буџетски дефицит је у 2010. годни достигао износ од 32,3% бруто друштвеног производа. Пошто је финансијско тржиште реаговало на таква кретања постављајући границе задуживању кроз повећање каматних стопа на ирске државне

⁵⁵⁸ European Commission, Post-Programme Surveillance for Ireland. http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/ireland/index_en.htm.

⁵⁵⁹ James Croke, Chuaigh Ár Lá – Debt of A Gaelsman: Ireland’s Sovereign Debt Crisis, National and International Response, *Northwestern Journal of International Law & Business*, Volume 32, Issue 2, Winter 2012, стр. 370.

⁵⁶⁰ European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland, *European Economy Occasional papers*, 76, February 2011, стр. 8.

⁵⁶¹ James Croke, Chuaigh Ár Lá – Debt of A Gaelsman: Ireland’s Sovereign Debt Crisis, National and International Response, *Northwestern Journal of International Law & Business*, Volume 32, Issue 2, Winter 2012, стр. 378.

обвезнице, било је на нивоу Еврозоне неопходно предузети мере санације њених јавних финансија.

Ирској је финансијска помоћ одобрена 7. децембра 2010. године у износу од 85 милијарди евра (укључив и расположива ирска средства), са роком завршетка до краја 2013. и могућим продужетком до 2015. године. Зајам је одобрен од стране ЕФСМ, ЕСФС, ММФ и кроз билатералне кредите Велике Британије, Шведске и Данске. У програм је укључена Тројка, која је са ирском владом прецизирала циљеве и услове програма. Основни циљеви програма санације били су⁵⁶²:

- смањење и реорганизација банкарског сектора,
- обнављање фискалне одрживости, пре свега кроз смањење трошкова државе,
- структурне реформе у правцу повећања економског раста,
- спољна финансијска подршка за реализацију реформи.

Програм прилагођавања предвидео је да Ирска већ у току 2012. године оствари раст бруто друштвеног производа, првенствено кроз раст извозне тражње.

Смањење и реорганизација банкарског сектора, у циљу враћања поверења грађана у банке (за које је предвиђена скоро половина суме зајма), требало је да створи неколико мањих банака, способних да послују без помоћи државе (како би се избегао „зачарани круг“ емисије државног дуга и смањења капитала банака).

Фискална одрживост требало је да буде остварена смањењем обима јавног дуга. Смањење текућих издатака буџета остварило би се кроз смањење зарада у јавном сектору, смањење пензија и социјалних издатака. По мишљењу Тројке, „међународно искуство показује да је ослањање на ограничавање потрошње типично обележје успешних и одрживих епизода фискалне консолидације“⁵⁶³. С

⁵⁶² European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland, *European Economy Occasional papers*, 76, February 2011, стр. 19.

⁵⁶³ European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland, *European Economy Occasional papers*, 76, February 2011, стр. 27.

друге стране, приходна страна буџета требало је да буде повећана ширењем пореске основице, повећањем ПДВ, акциза и пореза на имовину, као и пореза на капиталну добит. Ове мере требало би да смање дефицит буџета са 32% БДП у 2010. години на 5,1% у 2014. години и 2,9% у 2015. години (Иако је ово смањење захтева велику контракцију привреде, Тројка је сматрала да није немогуће, јер су неке од држава чланица Еврозоне такав процес прилагођавања већ остваривале)⁵⁶⁴. То је требало да омогући да и однос дуга и БДП, пошто достигне највиши ниво у 2013. години од 124%, почне прогресивно да се смањује.

Структурне реформе које је требало остварити односиле су се на реформу пензијског сектора, преоријентацију привредне активности са сектора грађевинарства и финансијских услуга на друге секторе, повећање флексибилности тржишта рада (смањење најниже цене рада, ревизија секторских колективних уговора у циљу смањења зарада, смањење надокнада незапосленима и скраћивање периода примања), отварање конкуренцији неких сектора економске активности, посебно у „мрежним“ индустријама (нафта, гас), као и приватизација државног удела у предузећима.

Реализација програма прилагођавања праћена је квартално, са одговарајућим одобравањем кредитних транши ако су показатељи прогреса у реформама били испуњени. Последња мисија Тројке реализована је крајем 2013. године и констатовано је да је Ирска испунила програм прилагођавања. У фискалној области, највећи допринос фискалној консолидацији дало је смањење буџетских издатака, уз усвајање законских лимита трошења из буџета. Банкарски сектор је консолидован, мада је остао велики проблем реализације хипотека и смањена профитабилност банака. Структурне реформе на тржишту рада су покренуте, посебно у области стимулisaња запошљавања, али је и даље висок степен незапослености (на пример, 40% незапослених је испод 35 година старости)⁵⁶⁵. У постсанационом периоду, треба још решити проблеме

⁵⁶⁴ European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland, *European Economy Occasional papers*, 76, February 2011, стр. 30.

⁵⁶⁵ European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland Autumn 2013 Review, *European Economy Occasional papers*, 167, December 2013, стр. 31.

ненаплативних кредита у банкама и смањити високу стопу незапослености. Такође се мора даље смањити буџетски дефицит и јавни дуг⁵⁶⁶.

Оцењено је да се Ирска може успешно вратити на финансијско тржиште, пошто је повратила поверење приватних инвеститора и обновила способност задуживања, односно емитовања државних обвезница ради покрића буџетског дефицита. На финансијском тржишту, смањене су каматне стопе на ирски државни дуг – крајем 2013. године каматна стопа на 10-годишње обвезнице износила је око 3,5%, што је мање од каматне стопе на ове обвезнице пре увођења програма прилагођавања, па чак и испод стопа у преткризном периоду 2003 – 2008. године. Такође, спред на 10-годишње ирске обвезнице у односу на немачке обвезнице истог доспећа био је у том периоду на историјском минимуму од 180 процентних поена⁵⁶⁷.

Испуњавање обавеза из програма прилагођавања и његово окончање, које је ирска влада затражила 14. новембра 2013. године, значило је да је у односу на њу поново успостављен механизам редовног економског надзора у складу са Уредбом (ЕУ) 472/2013, као и процедура контроле прекомерног дефицита (пошто је његов ниво остао изнад критеријума из Пакта стабилности и раста) у складу са Уредбом (ЕУ) 473/2013. Такође, на Ирску се примењује програм пост-санационог надзора, у складу са Уредбом (ЕУ) 472/2013, у коме ће Комисија припремати полугодишње извештаје о економској, фискалној и финансијској ситуацију у Ирској и подносити извештаје Савету ради доношења одговарајућих корективних мера.

Санација јавног дуга Португалије. Португалија је успешно окончала кризни програм прилагођавања и налази се у пост-санационом периоду, који ће трајати до 2026. године⁵⁶⁸.

⁵⁶⁶ European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland Autumn 2013 Review, *European Economy Occasional papers*, 167, December 2013, стр. 5.

⁵⁶⁷ European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland Autumn 2013 Review, *European Economy Occasional papers*, 167, December 2013, стр. 39.

⁵⁶⁸ http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/portugal/index_en.htm.

Економски програм прилагођавања усвојен је 17. маја 2011. године за период мај 2011 – јун 2014. године, са циљем да се обнови приступ ове државе финансијском тржишту, поврати одржив раст и очува финансијска стабилност. Средства у износу од 78 милијарди евра обезбедио је Европски финансијски стабилизациони механизам (ЕФСМ), Европски механизам за финансијску стабилност (ЕСФС) и Међународни монетарни фонд. Програм је окончан „на неконвенционалан начин“, пошто Португалија није у јуну 2014. године повукла последњу траншу одобреног зајма⁵⁶⁹.

У преткризној деценији, Португалија је забележила низак привредни раст (од око 1% годишње), уз значајно опадање конкурентске способности привреде услед раста надница и пада продуктивности. Како, међутим, констатује Комисија, „проблеми конкурентности иду знатно изнад неадекватног развоја цена и надница. Ригидности и неефикасности на тржишту рада и производа, слабо извршење правила конкуренције, нефункционални судски систем, слабо функционишућа тржишта некретина и закупа, недостатак одговарајућег хуманог капитала и иновација – све то је отежавало ефикасну употребу ресурса и динамизам привреде“⁵⁷⁰.

И поред спорог темпа раста, банкарски сектор био је веома активан, користећи кредитна средства из иностранства, тако да је обим кредита, посебно домаћинствима, био веома висок. То је постало проблем када је услед избијања финансијске кризе престало да функционише међубанкарско тржиште; банке су морале да се ослоне на финансирање од стране Европске централне банке, а држава је санирала губитке највећих банака. Заједно са расходима социјалног карактера, које је наметнуло деловање аутоматских стабилизатора у условима кризе, то је имало за последицу раст буџетског дефицита у 2009. и 2010. години, на 9,8% и 11,2%, али и реакцију финансијског тржишта, које је захтевало високе каматне стопе за нове емисије државних обвезница, чинећи јавни дуг неодрживим. Уз то,

⁵⁶⁹ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, 2011- 2014, *European Economy Occasional Papers* 202, October 2014, стр. 9.

⁵⁷⁰ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, *European Economy Occasional Papers* 79, June 2011, стр. 5.

португалски Парламент одбио је мере штедње које је влада предложила у марту 2011. године. Програм економског прилагођавања уз помоћ Еврозоне био је неминован.

Циљеви програма економског прилагођавања били су⁵⁷¹:

- фискална консолидација,
- стабилизација банкарског сектора,
- продубљене структурне реформе у правцу подизања конкурентности привреде.

Мере прилагођавања, које је прописала Тројка односиле су се углавном на смањивање буџетских издатака, посебно плата и пензија („просечно смањење за 5% плата у државном сектору, смањење броја запослених у државној служби, резони у социјалним трансферима као што су надокнаде незапосленима и субвенције породицама, и замрзавање свих других социјалних издатака“)⁵⁷², смањење издатака у сектору здравства, као и повећање пореских стопа. То је требало да смањи домаћу тражњу и стога изазове негативан раст друштвеног производа, али би се раст вратио у позитиван тренд већ после две године, пошто би мере штедње стимулативно деловале на извоз. На средњи рок, на темпо раста утицале би структурне промене, посебно у погледу регулисања тржишта рада (смањење високих заштитних мера запослености, укидање низа бенефиција незапосленима и др), приватизација, сужавање банкарског сектора и друге структурне мере.

Како се констатује о финаалном извештају Европске комисије, у року су остварене предложене мере прилагођавања, што је за резултат имало позитиван економски раст првенствено извозно вођен, као и раст запослености и консолидацију буџетског дефицита. И поред још увек високог јавног дуга,

⁵⁷¹ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, *European Economy Occasional Papers* 79, June 2011, стр. 16.

⁵⁷² European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, *European Economy Occasional Papers* 79, June 2011, стр. 19.

Португалија је делимично обновила и приступ приватном финансирању, односно међународном финансијском тржишту⁵⁷³.

4.2.1.2. Институционални механизам санације

Други метод санације, институционалног карактера, настао је као дугорочније решење. Пошто су постојале несугласице око правног карактера механизма ЕСФС⁵⁷⁴, он је замењен Европским стабилизационим механизмом (European Stability Mechanism – ESM), који је преузео његов портфолио и додатно одобрио финансијску помоћ Кипру и Шпанији (у циљу санације њеног банкарског система).

Европски стабилизациони механизам је формиран као стални механизам за помоћ државама чланицама Еврозоне у финансијским тешкоћама. Евросамит је донео одлуку о његовом оснивању 9. маја 2010. године (на састанку на коме је одобрен први пакет помоћи Грчкој)⁵⁷⁵. С обзиром на одредбе оснивачких уговора Уније о забрани колективне санације (члан 125. Уговора о функционисању Европске уније), Европски савет је 24 – 25. марта 2011. године усвојио промене оснивачких уговора, допуном члана 136. Уговора о функционисању Европске уније (који се односи на државе чланице Еврозоне) кроз одредбу да „Државе чланице чија валута је евро могу установити стабилизациони механизам који може бити активиран ако је то нужно за очување стабилности Еврозоне као целине. Давање било какве финансијске помоћи у оквиру тог механизма биће подложно строгом условљавању“⁵⁷⁶.

Ова промена је прва промена оснивачких уговора заснована на тзв. „упрошћеној процедури“ из члана 48, тачка 6 и 7 Уговора о Европској унији (у области које се односе на део трећи Уговора о функционисању Европске уније,

⁵⁷³ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, 2011- 2014, *European Economy Occasional Papers* 202, October 2014, стр. 71.

⁵⁷⁴ Bruno de Witte, The European Treaty Amendment for the Creation of a Financial Stability Mechanism, Swedish Institute for European Policy Studies, *European Policy Analysis*, June 2011.

⁵⁷⁵ *Statement of the Heads of State or Governments of the Euro Area*, Brussels, 7 May 2010.

⁵⁷⁶ European Council Decision of 25 March 2011 amending Article 136 of the Treaty on the Functioning of the European Union with regard to a stability mechanism for Member States whose currency is the euro, *Official Journal of the European Union*, 2011, L 91/1 of 6 April 2011.

који се односи на интерне политике и акције, што значи да не повећава надлежности Уније), коју доноси Европски савет, али која подлеже ратификацији свих држава чланица Уније (иако се односи само на државе чланице Еврозоне); пошто нису ратификоване, ове промене нису ступиле на снагу. Стога је, према одлуци Европског савета⁵⁷⁷, Европски стабилизациони механизам основан међудржавним уговором држава чланица Еврозоне. Ове државе потписале су уговор о његовом формирању 2. фебруара 2012. године, а механизам је отпочео са радом 8. октобра 2012. године.

Европски стабилизациони механизам је међудржавна финансијска институција базирана на јавном праву чији су акционари 19 држава чланица Еврозоне, са укупним уписаним капиталом од 704 милијарди евра и максималним кредитним потенцијалом од 500 милијарди евра⁵⁷⁸.

Циљ Европског стабилизационог механизма је да „мобилише средства и обезбеди стабилизациону подршку уз стриктно условљавање које одговара изабраном инструменту финансијске подршке у корист држава чланица механизма које су изложене или им прети да буду изложене озбиљним финансијским проблемима, ако је то неопходно да се очува финансијска стабилност Еврозоне као целине или њених држава чланица“⁵⁷⁹. Европски стабилизациони механизам користи као инструменте у финансијској помоћи државама чланицама кредите за макроекономске програме стабилизације; куповину инструмената дуга на примарном и секундарном финансијском тржишту; кредитне линије као средство финансијске помоћи из предострожности; финансирање докапитализације финансијских институција кроз зајмове државама чланицама; директно докапитализује финансијске институције у случају крајње потребе, ако санација и средства из фондова санације нису довољна да институција поврати способност пословања. Уговор о формирању ЕСМ предвиђа тешњу сарадњу са Међународним монетарним фондом у санацији сувереног дуга: очекује се да држава чланица која

⁵⁷⁷ Conclusions of the European Council meeting of 24-25 March 2011, стр. 22.

⁵⁷⁸ <http://www.esm.europa.eu/index.htm#>.

⁵⁷⁹ Treaty Establishing the ESM, signed on 2 February 2012, Consolidated version.
<http://www.esm.europa.eu/about/legal-documents/ESM%20Treaty.htm>.

се обрати за помоћ европском механизму упуту исти захтев и овом међународном фонду⁵⁸⁰.

Формалне одлуке о финансијској помоћи доносе Еврогрупа и Међународни монетарни фонд а Европски стабилизациони механизам конкретно одлучује о инструментима помоћи. У том одлучивању, ЕСМ се ослања на анализе Европске централне банке, која утврђује да постоје изузетне околности на финансијском тржишту и ризици по финансијску стабилност (Уговор о ЕСМ, члан 18, тачка 2). Облици условљавања држава дужника нису унапред одређени, него ће бити садржани у макроекономским програмима прилагођавања, утврђеним детаљно у меморандуму о разумевању са владом државе дужника (чланови 14, 15, 16, 17, тачка 2; члан 18 тачка 3 Уговора о ЕСМ).

Програм економског прилагођавања за Грчку. Нови пакет финансијске помоћи Грчкој је одобрен је 14. марта 2012. године с трајањем до краја 2014. године, у износу од 130 милијарди евра нових средстава (увећаном за преостала средства из првог пакета помоћи). Од тога, државе Еврозоне издвојила су 130 милијарди евра кроз Европски фонд за финансијску стабилност, а ММФ је одобрио 28 милијарди евра (кроз Проширени механизам Фонда /Extended Fund Facility – EFF/).⁵⁸¹.

Претходни програм санације јавног дуга Грчке за последицу је имао снажан пад друштвеног бруто производа: он је у 2012. години опао у односу на 2007. годину за близу 25%; стопа незапослености је достигла 26,5% од чега је 2/3 била дугорочна незапосленост; удео становништва које се налази под ризиком беде порастао је са 20 на 23% у периоду 2009 – 2012, а погоршана је и расподела дохотка јер је Џини коефицијент порастао у истом периоду са 33 на 34⁵⁸².

⁵⁸⁰ <http://www.esm.europa.eu/about/index.htm>..

⁵⁸¹ IMF Board Approves €28 Billion Loan for Greece, *IMF Survey online*, March 15, 2012.

⁵⁸² IMF, *Greece: Fifth Review under the Extended Arrangement under the Extending Fund Facility*, May 16, 2014, стр. 4.

С друге стране, пакети помоћи Грчкој били су праћени све снажнијим покретом незадовољства социјалних слојева, који су доводили до непрестане смене влада, код које се запажала тенденција радикализације: од умерене социјалистичке, до десничарске (април 2012), коалиционе (јуна 2012) а онда до левичарске (јануара 2015).

Политичка волатилност условила је да се економске реформе у Грчкој спроводе са честим одлагањем и недоследно. То је, заједно са рестриктивним мерама и одлагањем исплата средстава по одобреним кредитима до испуњења критеријума извршења из стабилизационих програма⁵⁸³, додатно дестабилизovalo односе Грчке и њених европартнера.

Санациони програм из 2012. године требало је да буде окончан 28. фебруара 2015. године; продужен је за четири месеца и истекао је 30. јуна 2015. године⁵⁸⁴. Грчка није остварила синтетички показатељ овог програма, а то је предвиђени обим примарног буџетског вишка. Нагласак на остваривању примарног буџетског вишка, који су кредитори тражили, требало је да буде основа за исплату дугова кредиторима Грчке. Буџетски вишак требало је да износи годишње 4+% бруто друштвеног производа, да би трошкови сервисирања јавног дуга достигли препоручени ниво од просечно 15% бруто друштвеног производа годишње у периоду од 2016. до 2045. године. Поред тога, требало је извршити структурне реформе које би дале постојан раст од 2% годишње (са највећим растом продуктивности у Европи) и приватизацију⁵⁸⁵.

Управо ради остваривања примарног буџетског вишка тражене су радикалне мере смањивања буџетског дефицита. Али, такве мере су узроковале

⁵⁸³ EFSF, GREECE: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality - IMF, *Greece: Fifth Review under the Extended Arrangement under the Extending Fund Facility*, May 16, 2014, стр. 137 - 216.

⁵⁸⁴ European Commission, *Second Economic Adjustment Programme for Greece*, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm.

⁵⁸⁵ IMF, Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, *IMF Country Report No. 15/165*, June 26, 2015, стр. 11

рецесионо кретање привреде и смањивање приходне стране буџета, тако да је проблем одрживости Грчког дуга поново постао актуелан и оптеретио односе унутар Еврозоне. Алтернативе које су постављене биле су: 1) смањивање захтева за остваривањем буџетског вишка, односно напуштање рестриктивне политике коју су наметали кредитори, уз поново реструктурисање дуга; 2) додатни пакет мера санације, односно финасирање Грчке преко Европског стабилизационог механизма, уз наставак буџетских ограничења, детаљнијих структурних реформи и приватизације; 3) банкрот Грчке и излазак из Еврозоне, добровољан или као искључење уз поновно увођење националне валуте, драхме.

Анализе Међународног монетарног фонда из јуна 2015. године, показале су да је отплата грчког дуга поново била на путу да постане неодржива. Фактори који су томе допринели били су везани за неостваривање економског раста (пројектовано је 3% годишње, остварено је 1,5% годишње); смањивање фискалног таргета – примарног суфицита за 1%; неостваривање прихода од приватизације – предвиђено је 23 милијарде долара у периоду 2012 – 2015, остварено само 3 милијарде у период 2010 – 2015; кумулисање кашњења у плаћању социјалних давања владе; недовољне резерве владе; политика левичарске владе од почетка 2015. године, која је обуставила извршење неких договорених политика⁵⁸⁶. Уколико би се наставили поменути трендови, пројекција Међународног монетарног фонда је била да ће отплата јавног дуга постати неодржива и да ће бити потребна или нова финансијска помоћ еврозоне (и ММФ) (око 52 милијарде евра у периоду 2015 – 2018. године)⁵⁸⁷ или ново „шишање“ кредитора овога пута официјелног сектора, с обзиром на промену структуре спољног дуга, о којој је било

⁵⁸⁶ IMF, Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, *IMF Country Report No. 15/165*, June 26, 2015, стр. 3 – 6. Видети и анализу Европске комисије: *Debt sustainability analysis*, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/pdf/debt_sustainability_analysis_en.pdf.

⁵⁸⁷ IMF, Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, *IMF Country Report No. 15/165*, June 26, 2015, стр. 9.

речи. Алтернатива оваквом сценарију била је наставак рестриктивне политике, примена структурних реформи и приватизација⁵⁸⁸.

Напорима за проналажење најбољег решења за излазак Грчке из кризе која је претила банкротом придружила су се и највећа имена савремене економске науке. Нобеловац Пол Кругман (Paul Krugman) сматрао је да политика рестрикција наметнута Грчкој не може довести до економског опоравка и вратити способност отплате дуга иностраним повериоцима јер има за последицу изузетно велики пад националног дохотка; „грчка економија је у колапсу, у највећој мери услед тих веома рестриктивних мера, које за собом повлаче смањење дохотка“. Колапс грчке економије је последица прихватања евра, „који је заробио Грчку у економске окове. Успешне рестриктивне политике, у којима државе зауздавају дефицит без уласка у депресију, у типичним случајевима укључују значајну девалвацију националне валуте, која чини њихов извоз конкурентнијим...Али Грчка, без сопствене валуте, није имала такву опцију“⁵⁸⁹. Нобеловац Џозеф Штиглиц (Joseph Stiglitz) сматрао је да су рестриктивне мере наметнуте Грчкој, поред разарајућих економских последица (пад бруто друштвеног производа од 25% у петогодишњем периоду), показале недостатак демократске легитимности Еврозоне, у којој је монетарна сувереност делегирана Европској централној банци. У таквим околностима, „економија трпи, зато што је економски модел који је у основи Еврозоне израз односа моћи који стављају у неповољну позицију раднике“⁵⁹⁰. И други аутори⁵⁹¹ су заговарали напуштање рестриктивне политике која је ограничавала раст, отписивање дугова спољним кредиторима и праведнију социјалну прераспodelу терета мера финансијског и економског прилагођавања.

⁵⁸⁸ IMF, Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, *IMF Country Report No. 15/165*, June 26, 2015, стр. 11. Oliver Blanchard, Greece: A Credible Deal Will Require Difficult Decisions By All Sides, *IMFdirect*, June 14, 2015.

⁵⁸⁹ Paul Krugman, Greece Over the Brink, *The New York Times*, June 29, 2015.

⁵⁹⁰ Joseph E. Stiglitz, Europe's Attack on Greek Democracy, *Project Syndicate*, July 29, 2015.

⁵⁹¹ Barry Eichengreen, Path to Grexit tragedy paved by political incompetence, *VOX CEPR's Policy Portal*, 01 July 2015. Kenneth Rogoff, Why the Greek Bailout Failed, *Project Syndicate*, 01. 07. 2015. Dani Rodrik, Greece's Vote for Sovereignty, *Project Syndicate*, 07. 07. 2010. Jeffrey D. Sachs, Germany, Greece, and the Future of Europe, *Project Syndicate*, Jul 20, 2015.

Грчка политичка елита и јавност морали су направити политички и социјални избор, с обзиром на акутну кризу, политичке промене и социјално незадовољство. Суочена са захтевом да прихвати нови пакет рестриктивних мера у замену за трећи пакет помоћи, грчка влада је 26. јуна 2015. године једнострано прекинула преговоре с Тројком⁵⁹² и одлучила да се бирачи изјасне на референдуму да ли прихватају услове Еврозоне. На референдуму, који је одржан 5. јула, и поред сумње у његову регуларност (недефинисано питање, недовољна информисаност бирача), већина бирача (61,31%) гласала је да се одбију захтеви поверилаца⁵⁹³. Критика одржавања референдума истакла је да је он био начин за избегавање политичке одговорности владе и да је унео додатну конфузију у изборно тело у условима у којима се одлучивало између останка у Еврозони, са свим последицама које су захтеви кредитора за додатним рестрикцијама представљали, с једне стране и изласка из Еврозоне, који би такође имао неизвесне последице, с друге стране⁵⁹⁴.

Преговори о начинима решавања кризе и застој у преговорима услед одржавања референдума донели су велику неизвесност економским актерима и становништву, што је било праћено банкарском паником значајног обима (повлачење депозита: у периоду од јануара до маја 2015. године, укупан одлив депозита из грчких банка износио је 30 милијарди евра); банке су ушле у период оштре кризе ликвидности јер нису могле имати додатни извор новца због губитка приступа краткорочном финансијском тржишту и окренуле су се финансирању ликвидности од стране Европске централне банке. Европска централна банка је кроз механизам ликвидне подршке у периоду јануар – мај 2015. године одобрила грчким комерцијалним банкама 78 милијаради евра, али је одбила да повећа лимит ове подршке, без које банке нису могле да одрже ликвидност. Стога су 29. јуна банке затворене за пословање с клијентима, уведене су рестрикције у располагању новцем и контрола кретања капитала у иностранство, што је онемогућило

⁵⁹² Видети саопштење Европске комисије: *Information from the European Commission on the latest draft proposals in the context of negotiations with Greece*, IP/15/5270, Brussels, 28 June 2015.

⁵⁹³ *Le Monde*, 06. 07. 2015.

⁵⁹⁴ Barry Eichengreen, *Path to Grexit tragedy paved by political incompetence*, VOX, CEPR's Policy Portal, 01 July 2015.

нормално обављање економских трансакција⁵⁹⁵. Овакво понашање Европске централне банке, која је требало да одигра улогу „кредитора у крајњој инстанци“ и одржи стабилност грчког банкарског система, наишла је на оштру критику економских експерата. Оно је схваћено као знак политизације Европске централне банке, односно губљење њене институционалне независности и стављање у функцију „немачких интереса“ у решавању грчке дужничке кризе⁵⁹⁶.

У таквим условима, левичарска влада, и поред исхода референдума, одлучила се за прихватање услова кредитора, што је довело до састанка Евросамита, одржаног 12. јула 2015. године. Он је одобрио трећи пакет помоћи Грчкој. Овај програм⁵⁹⁷ је садржао низ ултимативних захтева, од којих су неки били веома краткорочни. За три дана, Грчка је требало да усвоји законодавство којим се регулишу захтеви везани за реформу ПДВ система и пензијског осигурања, независности статистичке службе, као и спровођење одредаба фискалног пакта и аутоматски престанак буџетског трошења ако се не оствари усвојени обим примарног вишка у буџету. За недељу дана, реформу грађанског процесног права у циљу убрзавања поступака и смањивања трошкова, као и примену Директиве за опоравак и санацију банака.

Ови захтеви били су предуслов за почетак преговора о меморандуму о разумевању са Еврогрупом, односно Европском комисијом. Да би, међутим, овај меморандум био закључен, “Грчка влада треба да се формално обавезе да ојача предлоге које је Еврогрупа идентификовала у већем броју области. Ти предлози односе се на реформу пензијског система, радног законодавства, тржишта производа и услуга, енергетског сектора и решавање проблематичних кредита

⁵⁹⁵ European Commission, *Greece - Assessment of the Commission, in liaison with the ECB, of the request for stability support in the form of an ESM loan, in compliance with Art 13 of ESM Treaty*, 10 July 2015, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/documents/2015-07-10_greece_art_13_eligibility_assessment_esm_en.pdf.

⁵⁹⁶ Charles Wyplosz, *The New European Union*, VOX CEPR's Portal, 4 July 2015.

⁵⁹⁷ *Euro Summit Statement*, July 12, 2015. <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/07/12-euro-summit-statement-greece/>.

(крајем првог квартала 2015. године, 36% укупних зајмова било је ненаплативо)⁵⁹⁸ и јачању управљања у банкама и ХФСФ (Hellenic Financial Stability Fund). Посебно, Грчкој је наметнута приватизација тачно утврђене државне имовине кроз посебан фонд (било је предлога да седиште фонда не буде у Грчкој, али су одбачени) од које се очекује приход од 50 милијарди евра, како би се половина усмерила у рекапитализацију банака, четвртина у смањење спољног дуга, а четвртина у инвестиције. Прописана је и детаљна реформа државне управе, са циљем стварања „модерне државе и јавне администрације“.

Грчкој је истовремено одобрена финансијска помоћ кроз ЕСМ у износу од 85 милијарди евра за период до маја 2018. године; за те три године, Грчка за отплату доспелих рата дугова иностраним кредиторима треба да исплати 54,1 милијарду евра, од чега је камата 16,6 милијарди евра⁵⁹⁹, док је, сходно условима ЕСМ, Грчка преузела обавезу да затражи помоћ и од ММФ од марта 2016. године. Да би осигурала отплату дугова, Грчка је прихватила да примарни суфицит буџета буде -0.25% у 2015, 0.5% у 2016, 1.75% у 2017 и 3.5% од 2018. године надаље⁶⁰⁰.

Када је реч о спољном дугу, „Еврогрупа је спремна да размотри, уколико то буде неопходно, могуће додатне мере (могући дужи грејс период и период отплате) које би осигурале да бруто потребе финансирања остану на одрживом нивоу. Ове мере биће условљене пуном применом мера које ће бити договорене у могућем новом програму и биће размотрене на првој позитивно завршеној ревизији. Евросамит наглашава да номинално смањење дуга /“шишање“/ неће бити

⁵⁹⁸ European Commission, Greece - Assessment of the Commission, in liaison with the ECB, of the request for stability support in the form of an ESM loan, in compliance with Art 13 of ESM Treaty, 10 July 2015.

⁵⁹⁹ European Commission, Assessment of Greece's financing needs, July 2015, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/pdf/assessment_financing_needs_en.pdf.

⁶⁰⁰ European Commission, *Assessment of Greece's financing needs*, July 2015.

предузето⁶⁰¹. Грчкој су обећане и 35 милијарде евра из других фондова Уније, за подстицај раста и запослености.

Споразум о разумевању између Европске комисије у име ЕСМ и грчке владе и централне банке садржи 28 области са детаљно утврђеним реформским мерама, које Грчка треба да предузме, како би јој се исплаћивале транше помоћи, потписан је 19. августа 2015⁶⁰². Истог дана је ЕСМ одобрио пакет финансијске помоћи Грчкој.

Пакет финансијске помоћи праћен је и анализом социјалног утицаја мера усвојених у Меморандуму о разумевању⁶⁰³. То је хладна нализа претпостављених ефеката будућих мера прилагођавања на пензијски систем, здравство, социјалну сигурност и запосленост; углавном пројекција ефеката структурних реформи на будуће благостање становништва. Чињеница, међутим, да су мере прилагођавања краткорочно везане за остваривање примарног суфицита буџета, не остављају простора да се остваре било какви краткорочни ефекти редистрибуције дохотка у корист сиромашнијих слојева. Утолико се ова анализа ослања на будући раст и будуће ангажовање европских фондова (Фонд за регионални развој, Кохезиони фонд, Социјални фонд).

„Узимајући укупно све ове мере, разложно је закључити да ће, уколико оне буду примењене потпуно и временски адекватно, мере које су предвиђене новим програмом ЕСМ стабилизационе подршке, донети Грчкој поново стабилност и раст, на финансијски и социјално одржив начин. Ако се то оствари, терет

⁶⁰¹ Euro Summit Statement, July 12, 2015. <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/07/12-euro-summit-statement-greece/>.

⁶⁰² Memorandum on Understanding between the European Commission acting on behalf of the ESM and the Hellenic Republic and the Bank of Greece http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/pdf/01_mou_20150811_en.pdf European Commission, *Press Release*, Commission signs three-year ESM stability support programme for Greece, Brussels, 20 August 2015.

⁶⁰³ European Commission, Commission Staff Working Document, *Assessment of the Social Impact of the new Stability Support Programme for Greece*, SWD(2015) 162 final, Brussels, 19. 8. 2015.

прилагођавања је распоређен једнако и праведно колико је то могуће кроз цело друштво, уз на одговарајући начин узете у обзир најхитније друштвене потребе и изазове у Грчкој⁶⁰⁴. Будући развој, међутим, оптерећен је веома великом неизвесношћу, с обзиром на стартне претпоставке вишегодишње рецесије, велике незапослености посебно младих и ендемско избегавање пореза богатих слојева грчког друштва. За решавање таквих проблема потребна је снажна политичка воља и власт у Грчкој неспутана нереалним захтевима кредитора.

У сваком случају, изузетно оштре социјалне последице кризе у Грчкој доводе у питање демократски легитимитет Еврозоне као социјалног пројекта (а не само либерално - економског) према лишеним социјалним групама, и њених институција са делегираним надлежностима, које су имале утицај на односе расподеле у грчком друштву (пример је Европска централна банка)⁶⁰⁵.

Одмах по усвајању трећег пакета помоћи, критика усвојених решења усмерена је на неспремност Еврозоне да даље смањи грчки суверени дуг. Програм помоћи ће, напротив, увећати тај дуг за додатних 25%, док ће укупни јавни дуг порасти на 200% друштвеног бруто производа, што значи да је Грчкој на дужи онемогућено да рефинансирање потражи на финансијском тржишту⁶⁰⁶. Тиме је посејано семе неке будуће кризе. Ако се и деси, а наведени аутор тврде да је то само питање времена, да ли ће грчка криза поново бити стартна тачка за могуће ширење финансијске панике („заразе“ - Contagion) на друге земље Еврозоне угрожавајући на тај начин не само функционисање, него и само постојање јединствене валуте, евра? Или је могући трећи сценарио решавања кризе, који је већ наведен, а то је излазак или избацивање Грчке из Еврозоне?

⁶⁰⁴ European Commission, Commission Staff Working Document, *Assessment of the Social Impact of the new Stability Support Programme for Greece*, SWD(2015) 162 final, Brussels, 19. 8. 2015, стр. 20.

⁶⁰⁵ Charles Wyplosz, *Grexit: The staggering cost of central bank dependence*, VOX CEPR's Policy Portal, 29 June 2015.

⁶⁰⁶ Charles Wyplosz, *The new European Union*, VOX, CEPR's Policy Portal, 14 July 2015.

Анализе Европске комисије показују да је страх од заразног примера грчке кризе, због кога су се први и други програм прилагођавања у Грчкој и реализовали, превазиђен у Еврозони, а понашање финансијског тржишта (према другим рањивим државама)⁶⁰⁷ показује исто и у светским финансијским круговима. Констатујући да грчка економија представља само 1,77% БДП Еврозоне и да би колапс грчких банака имао негативне последице на Еврозону у целини и поједине њене државе чланице (овде треба додати и последице које могу трпети и државе нечланице Еврозоне у којима је високо присуство грчких банака, као што је случај са Србијом), Комисија контатује следеће: „Директни ризик `заразе` на Еврозону кроз банкарски систем смањен је кроз два програма економског прилагођавања. Ризици су ублажени кроз консолидацију сектора и смањење изложености према иностранству, нарочито кроз излазак страних банака са грчког тржишта као и апсорпције филијала кипарских банака које су пословале у Грчкој у 2013. години. Треба додат и то, да је институционални оквир Еврозоне у скоријем периоду значајно побољшан и тиме постао отпорнији. Посебно, Еврозона и Европска унија су ојачале макроекономски надзор, успостављајући перманентан механизам за решавање криза /ЕСМ/ и чинећи важне кораке ка банкарској унији. Ова побољшања су помогла да се до сада ограничи могући ефекат преливања обновљене грчке кризе из 2015. године. Томе треба додати да прилагодљива монетарна политика Евросистема, укључујући нестандартне мере као што је у сада у реализацији проширен програм куповине активе, има широк ефекат подржавања на цене сувереног дуга и друге финансијске активе у државама чланицима Еврозоне и може на тај начин допринети ограничавању финансијске `заразе`. Штавише, септембра 2012. године, Европска централна банка је увела Програм директних монетарних трансакција, који је шема дизајнирана да заштити одговарајуће трансмисионе канале монетарне политике и јединственост монетарне политике. Директне монетарне трансакције су потенцијални извор, ако се

⁶⁰⁷ IMF, Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, IMF Country Report No. 13/20, January 2013, стр. 79.

финансијски услови на неким тржиштима државних обвезница у Еврозони значајно погоршају⁶⁰⁸.

Финансијско тржиште је млако реаговало у тренутку када се могло претпоставити да би Грчка могла да изађе из Еврозоне, дан после референдума на коме је већина Грка одбила услове кредитора: забележен је мали пад индекса на свим главним светским берзама⁶⁰⁹

Прилагођавање заштитног механизма у случају кризе чини актуелним питање престанка чланства Грчке у Еврозони уколико дође до нове кризе. Такође, чини се да је и европско јавно мњење припремљено на такав сценарио. Какви су предуслови и последице грчког напуштања Еврозоне, које је постало популарно у кризи из 2015. године под енглеском кованицом „Grexit“, биће разматрани у наредном одељку ове дисертације.

Програм економског прилагођавања за Кипар. Програм економског прилагођавања за Кипар, започет 24. априла 2013. године, праћен финансирањем од стране Европског стабилизационог механизма и Међународног монетарног фонда у укупном износу од 10 милијарди долара, још је у току, тако да се о његовим резултатима још не може дати коначан суд. Полазне основе овог програма биле су⁶¹⁰:

- реструктурисање и смањење обима банкарског сектора,
- фискална консолидација,
- структурне реформе у циљу подизања конкурентске способности привреде и стимулисања привредног раста.

Основна структурна слабост кипарске привреде био је хипертрофиран банкарски сектор, чија је кредитна и инвестициона активност била стимулисана

⁶⁰⁸ European Commission, *Greece - Assessment of the Commission, in liaison with the ECB, of the request for stability support in the form of an ESM loan, in compliance with Art 13 of ESM Treaty*, 10 July 2015, стр. 4 – 5. Видети и :

⁶⁰⁹ *Le Monde*, 06. 07. 2015.

⁶¹⁰ European Commission, *The Economic Adjustment Programme for Cyprus*, *European Economy Occasional Papers* 149, May 2013, стр. 8.

високим приливом иностраних депозита. То је омогућило финансирање високих стопа раста у првој деценији овог века (просечно годишње по стопи од 3% - два пута више од просека Еврозоне), скоро потпуну запосленост, високе наднице (изнад европског просека) високи степен социјалне заштите и висок развитак тржишта активе (посебно некретнина). Последица је била недовољан извоз, успорен раст продуктивности и губљење конкурентске способности кипарске привреде.

С друге стране, у реалном сектору привреде кумулисале су се структурне диспропорције, од којих су најзначајније: доминантно учешће услуга, висока енергетска зависност, индексирање надница инфлацијом, што је ослабило флексибилност тржишта рада, предимензиониран јавни сектор.

Са наступањем финансијске кризе и високим губицима банкарског сектора од инвестирања у грчке државне обвезнице и сектор некретнина, држава је била принуђена да покрива губитке банака⁶¹¹ и забележила је буџетски дефицит од 6,3% у 2012. години, док је јавни дуг порастао са 60% у 2008. години на 85,6% у 2012. години⁶¹². Финансијско тржиште је обуставило рефинансирање кипарског јавног дуга а рејтинг агенције већ крајем јуна 2012. године своде кипарске обвезнице на статус „ђубрета“ и ова држава чланица затражила је крајем јуна 2012. године финансијску помоћ Еврозоне (у међувремену је добила кредит од Русије) кроз Европски стабилизациони механизам.

Прва мера програма санације била је смањивање обима банкарског сектора, односно корекција „специфичног бизнис модела банкарског сектора Кипра“ који је „стицао капацитет прикупљања средстава из не-резиденцијалног сегмента депозита“, што је имало за последицу његов енорми раст – крајем 2012. године, укупна актива кипарских банака достигла је обим од 718% бруто друштвеног

⁶¹¹ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Cyprus, *European Economy Occasional Papers* 149, May 2013, стр. 34.

⁶¹² European Commission, The Economic Adjustment Programme for Cyprus, *European Economy Occasional Papers* 149, May 2013, стр. 35.

производа, што је било два пута више од европског просека.⁶¹³ У склопу мера санације две највеће банке, део неосигураних депозита приватних улагача (око 50%) био је одмах претворен у капитал банака или замрзнут, како би додатно био уложен у капитал банака уколико то буде потребно. (Немачка је посебно инсистирала на учешћу депонената у санацији банака, пошто су они „добилијали високе камате у претходном периоду“ – реч је пре свега о руским депонентима)⁶¹⁴. У циљу спровођења мера санације, уведена је контрола кретања капитала, како би се спречио одлив депозита из банака.

Фискална консолидација била је усмерена на смањење надокнада запослених у јавном сектору, ограничавање социјалних давања, смањење пензија и повећање директних и индиректних пореза⁶¹⁵.

У области структурних реформи, наложена је приватизација државних предузећа у области телекомуникација, електричне енергије и лука, деиндексација формирања надница, отварање сектора услуга иностраној конкуренцији, демонополизација енергетског сектора и др.

Квартално праћење перформанси програма, уз одговарајуће ослобађање трансхи санационих кредита, показује да се наложене реформе успешно реализују, сем неких структурних реформи које су у закашњењу, али да је стопа незапослености на Кипру изузетно висока – око 16% у току спровођења програма⁶¹⁶ (пре уласка у програм, као што је наведено, незапосленост није постојала).

Основне црте програма економског прилагођавања презадужених држава чланица Еврозоне могу се свести на следеће:

⁶¹³ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Cyprus, *European Economy Occasional Papers* 149, May 2013, стр. 11.

⁶¹⁴ Cyprus bailout: Deal reached in Eurogroup talks, *BBC*, 25 march 2013.

⁶¹⁵ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Cyprus, *European Economy Occasional Papers* 149, May 2013, стр. 47 – 48.

⁶¹⁶ European Commission, The Economic Adjustment Programme Cyprus, 7th Review – Summer 2015, *European Economy Institutional Paper* 009, October 2015, стр. 3.

- кризе јавног дуга у санираним државама имале су најдубљи основ у губитку конкурентне способности ових држава после уласка у Еврозону, који је настао заједничким деловањем најмање два фактора интеграције: растом државног трошења услед доступнијих кредита, пошто је финансијско тржиште занемарило кредитни ризик и ризик банкрутства периферних држава чланица, прећутно прихватајући могућност колективне санације. Повећано државно трошење имало је за последицу раст надница, најпре у државном а затим и у приватном сектору. Друго, раст домаће тражње изазвао је раст цена, односно инфлаторни притисак. Оба фактора су довела до реалне апресијације “курса у сенци” дотичних држава чланица, што је утицало на смањење извоза и погоршање трговинског биланса;
- Мере економског прилагођавања, посебно фискална консолидација, биле су изразито рестриктивне, односно представљале су „интерну девалвацију“, јер су биле усмерене на смањење надница и цена у „програмским“ државама чланицама; резултат су високе стопе незапослености у свим „програмским“ државама;
- Мере нису биле оријентисане на стимулисање раста, којим би се формирао потенцијал за смањење јавног дуга, и поред постојања развојних стратегија Европске уније;
- Извршен је притисак на приватне кредиторе да учествују у санацији било добровољно („добровољно као што је признање пред инквизицијом“) или принудно (у случају Кипра), чиме је угрожено поверење инвеститора у функционисање финансијског тржишта;
- Структурне реформе спроводе се по изразито нео-либералном концепту, пошто су као главни циљ поставиле реформу тржишта рада, ослобађајући га од свих социјалних компоненти, насупрот „европском социјалном моделу“;
- Мере иду даље од нужних за консолидацију јавног дуга, и обухватају области као што су приватизација, организација

здравственог сектора, реформе пензијских система и др, чиме се задире у област искључиве надлежности држава чланица и супституише одлучивање њихових демократски изабраних представничких тела.

У условима постојања јединствене валуте, да се не би угрозило њено функционисање, примењени методи економског прилагођавања довели су до низа негативних економских и социјалних ефеката. Они су били условљени логиком која је „створила проблем али и решење према ордолибералним (штедња комбинована са усвајањем стриктних фискалних правила) и неолибералним (нагласак на структурним реформама) идејама“⁶¹⁷, односно „политичким консензусом“ немачког (ордолиберални) и англосаксонског (неолиберални) приступа решавању кризе евра. Уместо таквог, приступ „удруживање дугова и федерализација економског управљања могло би бити адекватније решење за националне дефиците држава чланица и невоље конкурентске способности“⁶¹⁸.

С друге стране, треба истаћи да монетарна политика Европске централне банке није могла да утиче на решавање проблема конкурентске способности држава чланица, јер по дефиницији не примењује дифренциране каматне стопе у односу на поједине државе чланице, које би одговарале њиховој унутрашњој ситуацији, него јединствене каматне стопе, које се односе на целину Еврозоне и које су у функцији основног циља монетарне политике – стабилности цена.

4.2.2. Криза поверења

Грчка криза и начини њеног решавања изазвали су дубоку кризу поверења између институција Еврозоне и грчких институција, али и у политичкој сфери, па и у расположењу јавног мњења, како у Грчкој, тако и у развијеним државама

⁶¹⁷ Matthias Matthijs and Kathleen McNamara, 'The Euro Crisis' Theory Effect: Northern Saints, Southern Sinners, and the Demise of the Eurobond, *Journal of European Integration*, 2015, Vol. 37, No. 2, 229–245, стр. 230

⁶¹⁸ Matthias Matthijs and Kathleen McNamara, 'The Euro Crisis' Theory Effect: Northern Saints, Southern Sinners, and the Demise of the Eurobond, *Journal of European Integration*, 2015, Vol. 37, No. 2, 229–245, стр. 229.

чланицама Еврозоне. Ово неповерење изражено је кроз захтев да Грчка напусти или буде искључена из Еврозоне односно да уведе нову/стару валуту, драхму⁶¹⁹. То је био и предлог упућен Грчкој од стране неких економских нобелоавца, као што су Пол Кругман и Џозеф Штиглиц.

У случају увођења нове валуте, на краatak рок, могло би доћи до банкарске панике, с обзиром да би становништво повлачило евро као чврсту валуту услед несигурности која прати увођење нове валуте⁶²⁰. То се у случају Грчке показало као тачно предвиђање: непосредно пред референдум о предлозима кредитора, као што је већ анализирано, дошло је до наглог одлива депозита становништва из грчких банака, а Европска централна банка обуставила је ликвидну подршку грчким банкама (као кредитор у крајњој инстанци), тако да је влада била принуђена да уведе контролу кретања капитала (ограничење подизања готовине, забрана плаћања у иностранство). Многи су очекивали увођење драхме, али до тога није дошло пошто је у последњем моменту дошло до спораазума о трећем пакету помоћи. У сваком случају, Грчкој су вршене су припреме за излазак из евра и повратак драхми. Како је касније обелоданио тадашњи грчки министар финансија, Јанис Варуфакис (Yanis Varoufakis), овај план био је заснован на коришћењу евра у почетној фази стварања алтернативног монетарног система, упоредо са драхмом, пре него што би се у потпуности увела драхма⁶²¹.

Анализе Међународног монетарног фонда показале су да би хипотетички укупни губици Еврозоне од изласка Грчке, израчунати коришћењем метода историјских односа између финансијског стреса и раста, зависили од резистентности зоне на преливање кризе. Губици Еврозоне износили би, зависно од јачине финансијске кризе, од 1,5% до 3% укупног производа, а ако криза била катастрофална, као што је била криза проузрокована банкротством америчке банке Лиман Брадерс, онда би губитак укупног производа био веома велики и постојан.

⁶¹⁹ Видети шире у: Бранко Васиљевић и Љубомир Шубара, Лекције грчке еврокризе, у: *Политички идентитет Србије у глобалном и регионалном контексту*, Зборник радова, Уредила: Весна Кнежевић – предић, Факултет политичких наука, Београд, 2015, стр. 125 – 135.

⁶²⁰ Barry Eichengreen, *The Breakup of the Euro Area*, NBER Working Paper Series, *Working Paper* 13393, стр. 2. <http://www.nber.org/papers/w13393>

⁶²¹ Greece Made Preparations to Exit Euro, *New York Times*, July 27, 2015.

Међутим, „опadaјућа изложеност приваног сектора Грчкој и јачи европски заштитни зидови учинили би овакав сценарио мање вероватним, али није могуће претпоставити да би ризик 'заразе' од изласка из евра био ограничен и погодан за управљање“⁶²².

4.2.3. (Де)легитимизација институција

Решавање кризе јавног дуга у Еврозони продубило је демократски дефицит институција, како ширењем надлежности постојећих, тако и стварањем неинституционалних облика рада. Свеобухватни програми и реформе институција и координационих механизма, као што су јачање Пакта стабилности и раста, Фискални пакт (почетни облик фискалне унија), Европски стабилизациони механизам, европски семестар, Евро плус пакт (инструмент „проширене сарадње“ држава Еврозоне а не комунитраног права), нови систем финансијске супервизије, Банкарска унија и реформе јединственог финансијског тржишта (Капитална унија) не испуњавају увек критеријуме демократске одговорности.

Све институције са делегираним надлежностима су имале значајно место у решавању кризе јавног дуга. То је последица њиховог места у конституционалној структури, као органа који могу доносити ефикасније одлуке. Међутим, управо то својство је повећало њихов демократски дефицит у периоду кризе. На пример, Еврогрупа, која и сам аније имала висок ниво демократског легитимитета, делегирала је надлежности у процесу решавања кризе јавног дуга на њен ужи орган, Радна група Еврогрупе која, поред задатака припреме седница и предлога одлука, има задатак и да буде надзорно тело за извршење програма финансијске помоћи која је одобрена Грчкој 2015. године⁶²³. Комисија је, с друге стране, предузимала надлежности које јој нису поверене, као што је прописивање мера за реструктурисање привреда презадужених држава чланица, које у демократском процесу треба да решавају национални представнички органи. Европска централна

⁶²² IMF, Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, *IMF Country Report No. 13/20*, January 2013, стр. 80.

⁶²³ Eurogroup Statement on ESM Programme for Greece, 14/08/2015. <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/08/14-eurogroup-statement/>.

банка је такође продубила свој демократски дефицит преузимањем акција које су задирале у фискалну сувереност држава чланица⁶²⁴.

Посебно је истакнут демократски дефицит Тројке, која у име Евразоне води преговоре и поставља услове реформи презадуженим државама чланицама монетарне уније (као што је напред поменуто, ова квази перманентна структура основана је марта 2010. године, у одлуци о одобравању првог пакета помоћи Грчкој и чине је представници Међународног монетарног фонда, Комисије и Европске централне банке. Затупајући либералну економску филозофију најјачих држава чланица – кредитора, посебно Немачке, програми Тројке оставили су праву пустош у социјалним условима презадужених држава чланица. „Политика прилагођавања и структурних реформи које је наметнула Тројка у овим земљама довела до постојаних стопа незапослености, рекордног нивоа губитка посла и раста несигурних услова рада“⁶²⁵. Овакве последице своје делатности признаје и сама Тројка, али даје и аргументе за које сматра да су оправдање: поред осталог, да су њене „добре намере“ дале лош резултат и због утицаја политичке нестабилности и „слабог политичког вођства“ у „програмским државама“ условљених и дискусијама о слому Евразоне⁶²⁶.

Поред наведених институција, још једна, која је формирана као средсво управљања кризом, Европски стабилизациони механизам, такође не поседује довољан демократски легитимитет. Он је продукт међудржавног, а не комунитарног регулисања односа у Евразони и стога није у складу са даљим јачањем федералних елемената у развоју монетарне интеграције. Последица тога јесте да активности Европског стабилизационог механизма „нису подвргнуте нормалним ограничењима правног поретка Уније, на пример у процедури

⁶²⁴ Видети шире у: Бранко Васиљевић и Љубомир Шубара, Лекције грчке еврокризе, у: *Политички идентитет Србије у глобалном и регионалном контексту*, Зборник радова, Уредила: Весна Кнежевић – предић, Факултет политичких наука, Београд, 2015, стр. 125 – 135.

⁶²⁵ Бранко Васиљевић и Љубомир Шубара, Лекције грчке евро кризе, у: *Политички идентитет Србије у глобалном и регионалном контексту*, Зборник радова, уредила Весна Кнежевић – Преић, Факултет политичких наука, Београд, 2015, стр. 130.

⁶²⁶ Directorate general for Internal Policies – Economic Governance Support Unit (EGOV), Committee Studu on The Troika and financial assistance in the euro area: successes and failures, *Study on the request of the Economic and Monetary Affairs Committee*, Brussels, February 2014.

одлучивања, контроле поштовања начела супсидијерности и судске контроле⁶²⁷. Пракса санације сувереног дуга коју ЕСМ спроводи, по налозима Тројке, такође показује демократски дефицит ЕСМ. Наиме, формалне одлуке о финансијској помоћи доносе еврогрупа и Међународни монетарни фонд а Европски стабилизациони механизам конкретнo одлучује о инструментима помоћи. Пошто је ЕСМ међудржавна институција, она је подложна утицајима политичара у државама чланицама. Стога је Европски парламент предложио да он врши демократску контролу овог механизма, као и да се одлучивање у њему модификује у правцу коришћења комунитарног метода, односно уведе већинско одлучивање у одобравању финансијске помоћи⁶²⁸.

4.2.4. Социјални отпор

Рестриктивне мере економског прилагођавања, које су наметнуте државама чланицама у санацији, али и мере штедње које прате излазак из кризе јавног дуга у другим државама чланицама Еврозоне, довеле су до снажне мобилизације становништва у отпору тим мерама. Оне посебно погађају „најрањивије“ слојеве становништва – пензионере, кориснике социјалне помоћи, младе.

У државама чланицама у којима се спроводи програм економског прилагођавања (тзв. „програмске државе“ у терминологији Еврозоне), супротстављање мерама штедње имале су различите облике:

- одлуке националних парламената, којима се одбија примена рестриктивних мера (на пример, парламент Португалије је марта 2011. године одбио владин пакет мера штедње, што је довело до оставке председника владе);
- синдикални отпор против смањења зарада, погоршавања услова запослења и рада, ограничавања колективног преговарања и других мера којима је тржиште рада требало да буде „флексибилније“, (што је довело, на пример у Ирској, до

⁶²⁷ Bruno de Witte, The European Treaty Amendment for the Creation of a Financial Stability Mechanism, Swedish Institute for European Policy Studies, *European Policy Analysis*, June 2011, стр. 8.

⁶²⁸ European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Enquiry report on the role and operations of the Troika (ECB, Commission and IMF) with regard to the euro area programme countries (2013/2277(INI)) Draft Report, 17.12.2013.

споразума владе и синдиката, тзв. “Croke Park Agreement,” у коме је влада одустала од даљег смањивања плата у замену за подршку у реформи јавног сектора)⁶²⁹;

- радикални отпор становништва, синдиката и политичких партија усмерен на спречавање реализације рецепата Тројке у оквиру програма економског прилагођавања (који је изражен у уличним протестима у којима је било и мртвих)⁶³⁰;

- покретање поступака пред уставним судовима у циљу оцене уставности предложених и наметнутих програма штедење (на пример, Уставни суд Португалије оборио је већи број мера штедње као неуставне)⁶³¹;

- изјашњавање на националним референдумима (на референдуму у Грчкој, 5. јула 2015. године, на коме је одбачен споразум са иностраним кредиторима о програму економског прилагођавања)⁶³².

Мере за решавање кризе јавног дуга свакако су утицале на радикализацију ставова широких слојева, али нису довели до формирања масовног социјалног покрета на нивоу Еврозоне, који би покушао да оспори преовлађујући неолиберални концепт њеног развоја. Такође, нису се појавиле нове партије леве оријентације, које би освојиле монопол над представљањем таквих захтева у Европском парламенту. Али, на изборима за Европски парламент одржаним у 2014.години, изражен је продор десничарских партија, које у различитим облицима оспоравају економску и монетарну интеграцију.

4.3. Институционалне реформе: Фискална унија

4.3.1. Реформа Пакта стабилности и раста

⁶²⁹ James Croke, Chuaigh Ár Lá – Debt of A Gaelsman: Ireland’s Sovereign Debt Crisis, National and International Responses, *Northwestern Journal of International Law & Business*, Volume 32 | Issue 2, Winter2012, стр. 382.

⁶³⁰ Dan Bilefsky, *3 Reported Killed in Greek Protests*, New York Times, May 5, 2010

⁶³¹ European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, 2011- 2014, *European Economy Occasional Papers* 202, October 2014, стр. 24.

⁶³² *Le Monde*, 06. 07. 2015.

Усвајање евра значило је да су државе чланице Еврозоне испуниле критеријуме конвергенције прописане Мастрихтским уговором, са одступањима када је реч о висини јавног дуга, али је поштована одредба основачких уговора да је за прихватање испуњености овог критеријума довољно и кретање ка референтној вредности од 60% бруто друштвеног производа. Разноликост фискалних политика држава чланица после увођења евра, и поред обавезе поштовања оквира економске политике и координације и надзора буџетске политике, имало је за последицу неравномерно кретање њихових буџетских позиција, које је условило повремено формирање изузетних дефицита и потребу интервенције институција Европске уније. Државе чланице нису се придржавале једног од „златних“ правила фискалне политике, а то је да се у околностима узлазног тренда економских циклуса буџет одржава у суфициту, који би био искоришћен за покривање дефицита у периоду рецесије, пошто су суфиците углавном користиле за смањење пореза, како би стимулисале економски развој.

До прве ревизије пакта стабилности и раста, 2005. године, забележено је неколико процедура раног упозорења и прилагођавања прекомерног буџетског дефицита⁶³³. Посебно карактеристичан случај био је везан за процедуру прилагођавања прекомерног дефицита Француске и Немачке, којима је 2002. године упућена препорука да отклоне дефицит до 2004. године, а затим је рок продужен и на 2005. Годину. Комисија је предложила Савету да обема државама упути опомену, у складу са процедуром, али у Савету није постојала потребна квалификована већина за такву одлуку: уместо опомене, Савет је одлучио да застане са поступком. Комисија је поднела тужбу Европском суду правде због прекорачења овлашћења Савета, и Суд је поништио одлуку Савета, аргументујући пресуду ставом да Савет не може да мења процедуру установљену Пактом стабилности и раста⁶³⁴.

⁶³³ Видети табелу: Mike Artis and Frederick Nixon, eds., *The Economics of the European Union – Policy and Analysis*, Oxford University Press, Oxford, 2007, стр. 309.

⁶³⁴ [Judgement of Commission v Council court case regarding 25 November 2003 Council decision to hold Stability and Growth Pact rules in abeyance](http://curia.eu.int/en/actu/communiqués/cp04/aff/cp040057en.pdf) (13 July 2004) . Видети и: Barbara Dutzler and Angelika Hable, *The European Court of Justice and the Stability and Growth Pact - Just the Beginning?*, European Integration online Papers (EIoP) Vol. 9 (2005) N° 5; <http://eiop.or.at/eiop/texte/2005-005a.htm>.

Измене Пакта извршене јуна 2005. године у погледу јачања надзора над буџетском политиком и надзора и координације економске политике, уводе обавезу надзора и за државе чланице Европске уније које још нису постале чланице Еврозоне (тзв. ЕРМ2 чланице), као и неколико одредаба које чине процедуре надзора флексибилнијим и адекватнијим за државе чланице⁶³⁵. То се посебно односи на средњерочне буџетске циљеве и процесе прилагођавања буџетске политике тим циљевима. Ови циљеви биће диференцирани за сваку државу чланицу и могу да се разликују од захтева за буџетском позицијом “близу равнотеже или са вишком“, како би се омогућило „буџетско маневрисање“ у циљу обезбеђивања јавних инвестиција. Зато су средњерочни буџетски циљеви, специфични за сваку земљу, постављени у распону од -1% бруто друштвеног производа до уравнотежене или са вишком структурне буџетске позиције (циклично прилагођени буџет). Циљеви су подложни ревизији уколико се предузму важне структурне реформе или у сваком случају, сваке четврте године. У процесу прилагођавања, буџетски дефицит треба да буде смањиван за 0,5% годишње, а у оцени успешности процеса водиће се рачуна да ли је „већи напор на прилагођавању учињен у добрим годинама, односно да ли је више ограничен у економски лошим годинама“, „добре године“ су оне у којима је остварени друштвени производ већи од потенцијалног нивоа. У измењени текст ове функције Пакта стабилности и раста унета је и одредба о динамици јавног дуга, о којој се води рачуна приликом анализе процеса прилагођавања.

Корективна компонента Пакта стабилности и раста такође је претрпела промене⁶³⁶, у циљу „промптне корекције изузетног дефицита“, полазећи од става Европског Савета да је „сврха процедуре изузетног дефицита да помогне а не да кажњава и да стога обезбеди подстицаје да државе чланице поштују буџетску дисциплину кроз појачани надзор, колегијалну подршку и колегијални притисак“, а

⁶³⁵ Council Regulation (EC) No 1055/2005 of 27 June 2005 amending Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, *Official Journal*, L 174, 7. 7. 2005, стр. 1 – 4.
<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=ST%207619%202005%20REV%201>.

⁶³⁶ Council Regulation (EC) No 1056/2005 of 27 June 2005 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, *Official Journal*, L 174, 7. 7. 2005, стр. 5 – 9.

тек као крајње средство и примена санкција⁶³⁷. Промене у овој области унеле су нове рокове емитовања препорука и опомена држави чланици (о којима је било речи раније). Затим, унета је нова дефиниција оштрог економског пада која дозвољава изузетни дефицит изнад референтне вредности од 3% бруто друштвеног производа – ако је реч о негативној годишњој реалној стопи раста бруто друштвеног производа или акумулисаном губитку производа у продуженом периоду врло ниског реалног раста у односу на потенцијални раст. Унета је и дефиниција других фактора, који утичу на покретање процедуре прекомерног дефицита, а који се односе на трошкове структурних реформи у држави чланици, као и издаци за реформу пензијског система.

О процедурама за отклањање прекомерног дефицита које су у току, видети следећу табелу:

Табела 4.3. *Текуће процедуре прекомерног дефицита*

<i>Држава</i>	<i>Извештај Комисије</i>	<i>Одлука Савета</i>	<i>Рок корекције</i>
Хрватска	15. 11. 2013	21. 01. 2014	20016
Кипар	12. 05. 2010	13. 07. 2010	2016
Португалија	07. 10. 2009	02. 12. 2009	2015
Словенија	07. 10. 2009	02. 12. 2009	2015
Француска	18. 02. 2009	27. 04. 2009	2017
Ирска	18. 02. 2009	27. 04. 2009	2015
Грчка	18. 02. 2009	27. 04. 2009	2016
Шпанија	18. 02. 2009	27. 04. 2009	2016
Велика Британија	11. 06. 2008	08. 07. 2008	2016/17

Извор:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm

⁶³⁷ Council of the European Union, EUROPEAN COUNCIL BRUSSELS 22 and 23 MARCH 2005 PRESIDENCY CONCLUSIONS, Brussels, 23 March 2005 (04.05) (OR. fr), 7619/1/ 05 REV 1, стр. 31. <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=ST%207619%202005%20REV%201>.

Измене Пакта скоро и да нису биле примењене, када су банкарска криза и криза сувереног дуга наметнуле потребу за даљим реформама. Пакт стабилности и раста, са својим дугим роковима прилагођавања (што је и разумљиво, с обзиром да фискална политика даје ефекте у дужем временском периоду, због начина усвајања и примене, за разлику од монетарне политике, која показује ефекте у краћем временском периоду и стога је, могло би се рећи, оперативнија), који траже већи степен координације и чињеницом да се не односи на јавни дуг, није био погодан оквир за спречавање избијања кризе јавног дуга.

„Пакет шест“

Нови пакет законских решења, која су допунила Пакт стабилности и раста, ступила су на снагу 13. децембра 2011. године и позната су као „Ракет шест“ (енгл. Six Pack), с обзиром да се састоје из пет уредаба и једне директиве. Образложење овог пакета мера указује да је он део “економског управљања” (Economic Governance) у Европској унији, које се односи на скуп инструмената и процедура везаних за фискалну функцију Економске и монетарне уније.

У овом пакету први пут у процедуру прекомерног буџетског дефицита уведено је постојање прекомерног јавног дуга, полазећи од референтне величине од 60% у односу на бруто друштвени производ, као и третирање макроекономских диспропорција у националним привредама држава чланица, које могу имати ефекте на буџетски дефицит и јавни дуг.

Прва уредба (*Уредба о јачању надзора над буџетском позицијом и надзора и координације економских политика*) доноси правила која се односе на „садржај, достављање, испитивање и надгледање програма стабилизације и програма конвергенције као дела мултилатералног надзора комисије и Савета, да би се у раној фази спречило појављивање изузетног дефицита”⁶³⁸. Она у текст Пакта

⁶³⁸ 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, *OJ L 306*, 23.11.2011, стр. 12–24.

стабилности и раста уноси два нова одељка: „Европски семестар за координацију економских политика“ и „Економски дијалог“.

Европски семестар је временски оквир за координацију економских политика, у коме се врши мултилатерално надгледање економских политика држава чланица. Активности које се предузимају су: формулација и надгледање извршења „широког оквира економских политика“ држава чланица и Уније, као и „оквира запослености“ држава чланица; подношење и оцена програма стабилности и конвергенције, као и програма реформи усмерених ка јачању раста и запослености; надзор у циљу спречавања макроекономских дебаланса и њихова корекција. У семестар су, ради подизања његове демократске легитимности, укључени и Европски парламент и одговарајући социјални партнери у државама чланицама.

Уредбом се скраћује временски оквир пројекције средњерочних буџетских циљева на три године. Од држава чланица Еврозоне захтевају се детаљна образложења претпоставки економског раста и за све мере економске политике, као и квантификација ефеката. Ове државе треба да дају два сценарија у стабилизационим програмима: највероватнији и опрезан, који морају бити упоређени са прогнозама Комисије. У праћењу реализације буџетских циљева, Комисија може изрицати упозорење државама чланицама у циљу спречавања формирања изузетног дефицита, а Савет препоруке за неопходне мере политике; држава чланица има пет месеци да усклади своју економску политику, а у нарочито хитним случајевима, три месеца. Ако држава чланица не поступи, Комисија предлаже Савету да констатује неизвршење и та одлука Савета се сматра усвојеном уколико он не одбије препоруку Комисије обрнутом квалификованом већином (а простом већином у случају држава чланица које нису чланице Еврозоне). Одлука се прослеђује Европском савету.

*Уредба о ефикасном извршењу буџетског надзора у Еврозони*⁶³⁹ доноси „јачање превентивне и корективне функције Пакта стабилности и раста у Еврозони“ и санкције за непоштовање одреба пакта. Санкције из *превентивног* дела Пакта стабилности и раста одређене су у облику каматоносних депозита у

⁶³⁹ Regulation (EU) No 1173/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area, *OJ L 306*, 23.11.2011, стр. 1–7.

износу од 0,2% бруто друштвеног производа претходне године уколико држава чланица не примени препоруке Савета које се односе на рано упозорење у циљу превенције настанка прекомерног буџетског дефицита, пошто је Савет утврдио да постоји „значајно одступање буџетске позиције од средњерочног буџетског циља“. Казна се аутоматски изриче, сем уколико Савет (у овом случају делује као Еврогрупа) квалификованом већином не одбаци предлог Комисије за изрицање санкција.

Санкције из *корективног* дела Пакта стабилности и раста имају облик некаматног депозита у износу од 0,2% бруто друштвеног производа претходне године, уколико Савет одлучи да постоји изузетни дефицит државе чланице која је већ депоновала каматоносни депозит. У случају да држава чланица не предузме мере за корекцију изузетног дефицита, Савет прописује казну у износу од 0,2% бруто друштвеног производа државе чланице у претходној години. Ако постоји некаматни депозит, он се аутоматски претвара у казну. О казнама Савет одлучује обрнутом квалификованом већином.

Наведена уредба, очигледно мотивисана случајем Грчке, у којој је влада имала нетачне (лажне) статистичке податке тако да је приказивала мањи дефицит буџета скоро читаву деценију – до октобра 2009. године, када је откривање преваре изазвало кризу грчког јавног дуга), прописала је и казне за манипулацију статистичким подацима. Савет по препоруци Комисије може изрећи санкције у облику износа до 0,2% бруто друштвеног производа државе чланице у претходној години, имајући у виду озбиљност прекршаја.

Наредне две уредбе односе се на откривање, превенцију и корекцију прекомерних макроекономских дебаланса у државама чланицама и извршне мере за корекцију прекомерних макроекономских дебаланса у Еврозони.

*Уредба о превенцији и корекцији макроекономских дебаланса*⁶⁴⁰ допуњује процедуру буџетског надзора новим оквиром за превенцију економских диспропорција у државама чланицама и примењује се у контексту Европског семестра. Макроекономски дебаланси означавају се као „било који тренд који има

⁶⁴⁰ Regulation (EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, *Official Journal of the European Union*, L 306, 23.11.2011, стр. 25–32.

за последицу макроекономско кретање које негативно утиче, или има потенцијални негативни утицај, на нормално функционисање економије државе чланице или Економске и монетарне уније или Уније као целине“, а изузетни дебаланси су „оштри дебаланси, укључив и дебалансе који угрожавају или могу угрозити нормално функционисање Економске и монетарне уније“. У циљу детекције дебаланса, Комисија ће установити „механизам узбуне“ кроз табелу са механизмом индикатора и референтних вредности сваког од њих, комбинованих са проценома да ли табела индицира могући настанак макроекономских диспропорција. Годишњи извештај Комисије о еволуцији индикатора треба да укаже да ли је нека држава чланица угрожена или може бити угрожена формирањем дебаланса. Табела садржи мали број „релевантних, практичних, простих, мерљивих и доступних макроекономских или макрофинансијских индикатора држава чланица. Она ће омогућити рану идентификацију макроекономских дебаланса који су краткорочни и дебаланса који настају услед структурних и дугорочних трендова“.

У случају неочекиваних економских кретања, Комисија може извршити продубљену анализу у држави чланици у којој могу настати дебаланси, са посебним освртом на „дубоке трговинске и економске међусобне везе између држава чланица и могући ефекат преливања националних економских политика“. Ако постоји макроекономски дебаланс, Комисија обавештава Европски парламент, Савет и Еврогрупу; Савет може упутити држави чланици одговарајућу препоруку.

Други део уредбе третира процедуру изузетних дебаланса. У препоруци, коју Савет упућује држави чланици, предлажу се мере за отклањање дебаланса и роко до кога то треба учинити. Држава чланица сачињава корективни акциони план, са мерама и роковима отклањања дебаланса. Савет разматра тај план у року од два месеца и прихвата га; ако га не прихвати у истом року упућује захтев да држава чланица сачини нови корективни акциони план. Комисија надгледа спровођење акционог плана а Савет оцењује његово испуњење: ако је акциони план остварен, процедура се прекида; ако није испуњен, Савет проглашава неиспуњење и налаже нови корективни акциони план, уз обавештавање Европског савета.

С обзиром да је криза јавног дуга добила веома оштре облике у Еврозони, посебна уредба и „пакета 6“ односи се на отклањање макроекономских дебаланса у овој групацији (*Уредба о извршним мерама за корекцију макроекономских дебаланса у Еврозони*)⁶⁴¹, прописујући систем санкција у циљу њихове „ефикасне корекције“. Санкције које Савет (у овом случају Еврогрупа) изриче, на предлог Комисије, могу имати два облика: (1) каматоносни депозит у износу од 0,1% бруто друштвеног производа за претходну годину, ако Савет утврди да постоји непоступање државе чланице да усвоји мере за корекцију дебаланса које су јој препоручене и (2) годишња казна, уколико држава чланица не донесе задовољавајући план корекције дебаланса после две сукцесивне препоруке Савета у истој процедури отклањања дебаланса, или уколико у истој процедури отклањања дебаланса Савет донесе две одлуке о непоступању државе чланице. Санкција у том случају је претварање каматоносног депозита у годишњу казну. Уколико држава чланица има изузетни буџетски дефицит, казна може да не буде изречена. Казна се изриче аутоматски, сем уколико Савет не прихвати ову санкцију применом обрнуте квалификоване већине. Казна представља приход Уније и алоцира се Европском стабилизационом механизму.

Непоштовање правила о прекомерним макроекономским дебалансима може имати за последицу и суспензију коришћења европских структурних и инвестиционих фондова (ESI Funds), независно од чланства у Еврозони⁶⁴².

*Уредба о убрзању и разјашњењу имплементације процедуре прекомерног дефицита*⁶⁴³ има за циљ спречавање прекомерног буџетског дефицита и, уколико настане, његову хитну корекцију. По први пут у решењима Пакта стабилности и раста, поштовање буџетске дисциплине везује се не само за буџетски дефицит, него и за јавни дуг државе чланице.

⁶⁴¹ Regulation (EU) No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area, *OJ L 306*, 23.11.2011, стр. 8–11

⁶⁴² Prevention and correction of macroeconomic imbalances in the EU, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:ec0019>.

⁶⁴³ Council Regulation (EU) No 1177/2011 of 8 November 2011 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, *Official Journal of the European Union L 306/33*, 23.11.2011.

Уколико држава чланица има јавни дуг изнад референтне вредности од 60% бруто друштвеног производа, дужна је да га смањује за 1/20 годишње. Када на основу извештаја Комисије, Савет одлучи да постоји прекомерни дефицит, упућује *препоруку* држави чланици да у року од шест месеци коригује дефицит, а у хитним случајевима у року од три месеца; држава чланица треба да усвоји ефективне мере смањења дефицита од најмање 0,5% годишње. Ако је држава чланица суочена са изузетни економским околностима, овај рок може бити продужен за годину дана („клаузула избегавања“ – енгл. *Escape Clause*) Када Савет упути држави чланици *опомену* због постојаног избегавања корекције прекомерног дефицита, он поново држави чланици поставља услов смањења буџетског дефицита за 0,5% годишње а овај услов може бити продужен за годину дана у случају изузетних економских околности које угрожавају јавне финансије државе чланице. Ако држава чланица не испуни услове из опомене, Савет може у року од четири месеца од слања опомене изрећи *санкције* држави чланици. Санкције се морају изрећи, ако су испуњени услови из ове уредбе, најкасније 16 месеци од отпочињања процедуре прекомерног дефицита.

Санкције које се изричи држави чланици имају првенствено облик казне. Она се састоји у обавези плаћања фиксног износа од 0,2% бруто друштвеног производа државе чланице и променљивог износа, који износи 1/10 апсолутног износа разлике између актуелног буџетског биланса и референтне вредности тог биланса или, ако услови укључују и јавни дуг, актуелног стања јавног дуга и његове референтне вредности (све величине изражене као процентни износ бруто друштвеног производа). Казне представљају приход стабилизационог механизма Евразоне.

Најзад, „Пакет шест“ садржи и једну директиву – *Директива о захтевима за буџетски оквир држава чланица*⁶⁴⁴. Она поставља правила која се односе на успостављање буџетског оквира држава чланица, односно одговарајуће прикупљање фискалних података, како би се обезбедило „униформно поштовање буџетске дисциплине коју захтева Уговор о функционисању Европске уније“. Ова

⁶⁴⁴ Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States, *Official Journal of the European Union* L 306/41, 23.11.2011

правила треба да формирају буџетски оквир државе чланице, као „скуп аранжмана, процедура, правила и институција које стоје у основи буџетских политика централне власти“.

Обележја овог пакета мера, односно имене у процедури фискалног управљања се могу сажети у неколико основних обележја: скраћени су рокови фискалног прилагођавања, казне за неизвршење препорука/опомена Савета се протежу на све фазе процедуре прекомерног дефицита; уведена је гласање о санкцијама принципом обрнуте квалификоване већине, што повећава извесност санкција; уведене су мере за спречавање и корекцију макроекономских неравнотежа; јавни дуг је постао предмет политике координације, превенције и отклањања буџетских дефицита, уведена је процедура националног буџетског оквира. Јасно је да је криза јавног дуга била главни подстицај за ове промене.

„Пакет два“

Пошто је криза јавног дуга најоштрији израз имала у државама чланицама Еврозоне, постало је неопходно у циљу разрешавања кризе ојачати превентивно и корективно дејство процедуре прекомерног дефицита специфично за државе чланице Уније чија валута је евро: „услед високог потенцијалног ефекта преливања буџетских политика у области заједничке валуте, постоји јасна потреба да још јачим механизмима посебно за Еврозону“⁶⁴⁵. Зато су усвојене две уредбе (ступиле су на снагу 30. маја 2013. године) које су имале за циљ ојачање буџетског надзора у Еврозони, полазећи од члана 136. Уговора о функционисању Европске уније, који прдвиђа да Савет може донети посебне мере које се односе на државе чланице Еврозоне, а које се односе на „јачање координације и надгледања буџетске дисциплине и да утврди смернице економске политике за њих“. Уредбе „Пакта два“ су увеле и детаљни буџетски надзор држава чланица у којима је на снази санација јавног дуга (тзв. „програмске државе чланице“).

⁶⁴⁵ European Commission, *Press release*, Brussels, 27 May 2013, MEMO 13 457

Прва уредба⁶⁴⁶ односи се на *све државе Еврозоне*. Она „доноси одредбе о појачаном мониторингу политика буџета у Еврозони како би се осигурало да национални буџети буду конзистентни са смерницама економске политике које су постављене у контексту Пакта стабилности и раста и Европског семестра за координацију економске политике“; она допуњује примену на државе чланице Еврозоне: (1) правила Европског семестра у погледу рокова израде и усвајања средњерочних фискалних пројекција и планова буџета, као и надзора Комисије над тим процесом; (2) процедура превенције и корекције макроекономских дебаланса и вишестраног система надгледања буџетских политика, у којој државе чланице припремају програме економског партнерства, које садрже програме решавања прекомерног буџетског дефицита; (3) процедуре корекције прекомерног буџетског дефицита. - ако за државу чланицу буде покренута одговарајућа процедура, она је дужна да Комисију стално извештава о својим мерама на корекцији прекомерног буџетског дефицита сваких шест месеци у случају препорука Савета, а свака три месеца у случају опомене Савета. Ако постоји ризик да држава неће испунити своје обавезе до крајњег рока за корекцију прекомерног дефицита, Комисија ће јој предложити додатне мере, на бази резултата поступања по тим мерама, она ће предложити да ли постоје услови за санкције, односно полагање некаматног депозита од стране државе чланице.

Дуга уредба⁶⁴⁷ односи се на оне државе Еврозоне које се налазе у *процесу санације јавног дуга*. Механизам појачаног економског и буџетског надзора које она третира усмерен је на „спречавање заразних последица (Contagion) кризе јавног дуга на финансијску стабилност Еврозоне и Уније као целине“. Уредба полази од става да интензитет надзора мора бити пропорционалан озбиљности кризе. Комисија одлучује да државу чланицу Еврозоне подвргне појачаном буџетском

⁶⁴⁶ Regulation (EU) No 473/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area *Official Journal of the European Union*, L 140, 27.5.2013, стр. 11–23.

⁶⁴⁷ Regulation (EU) No 472/2013 of the European parliament and of the Council of 21 May 2013 on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States in the euro area experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability, *Official Journal of the European Union*, L 140/1, 27.5. 2013.

надзору, ако је она изложена тешкоћама одржавања финансијске стабилности, а то може имати заразне последице по Еврозону; овај надзор може се продужавати сваких шест месеци.

Држава чланица под појачаним надзором припрема програм превазилажења тешкоћа. Комисија такође може слати своје супервизорске мисије и на бази њиховог извештаја оцењивати да ли држава чланица предузима одговарајуће мере. Ако утврди да мере немају ефекта, Комисија предлаже а Савет (у овом случају, Еврогрупа) упућује захтев држави чланици да усвоји мере корекције тешкоћа или да припреми нацрт програма прилагођавања. Ако држава чланица затражи финансијску помоћ, програм прилагођавања замениће програм економског партнерства и биће усмерен на „посебне ризике који из те државе чланице утичу на финансијску стабилност Еврозоне и имаће за циљ да убрзано успостави здраву и одрживу економску и финансијску ситуацију и обнови капацитет државе чланице да саму себе финансира у потпуности на финансијскоом тржишту“ (члан 7, став 2). Програм прилагођавања биће заснован на анализи одрживости јавног дуга, који сачињава Комисија. Програм прилагођавања усваја Савет квалификованом већином гласова, а Комисија прати и учествује у његовом извршењу. Док „програмска“ држава чланица не исплати бар 75% финансијске помоћи коју је примила, она се налази на „пост-програму надзора“, који се може продужити ако ризик по финансијску стабилност и фискалну одрживост још није окончан на предлог Комисије, о коме Савет гласа обрнутом квалификованом већином.

Уредбе из „Пакета два“ праћене су Кодексом понашања, који садржи детаљнија упутства о припреми буџетских планова, програма економског партнерства и планова емисије јавног дуга држава чланица⁶⁴⁸. Ове уредбе оснажиле су положај Комисије у одлучивању о прекомерном буџетском дефициту и јавном дугу, с обзиром да она добија важну улогу у спровођењу појачаног надзора над државама чланицама, као и припреми, реализацији и контроли програма прилагођавања. Она је добила и одређена делегирана овлашћења

⁶⁴⁸ http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/2014-11-07_two_pack_coc_amended_en.pdf.

(додуше, временски ограничена) када је реч о механизмима надзора фискалних политика држава чланица. Чињеница да о предлозима Комисије Савет одлучује обрнутом квалификованом већином, даје Комисији привилеговану позицију, пошто се може претпоставити да ће у већини случајева њени предлози бити усвојени. Европски парламент и парламенти држава чланица могу позвати Комисију на размену мишљења, али то је факултативна одредба, која не укида елементе демократског дефицита у овлашћењима Комисије.

Програми санације појединих држава чланица Еврозоне, који су били у основи доношења ових уредаба, учинили су многе њихове одредбе сувишним, пошто се у програмима санације иде много дубље у постављању услова „програмској“ земљи и, може се рећи, дубље у разарању њене привреде и социјалне структуре. Посебно је значајно то што уредбе институционализују улогу Међународног монетарног фонда у процесу решавања финансијских тешкоћа презадужених држава чланица Уније, показујући тако недостатак капацитета саме Еврозоне и Уније као целине да решавају „интерне“ економске проблеме. Оба пакета мера оптеретила су процес одлучивања у Европској унији и ангажовала капацитете Комисије и Савета, тако да се у други план стављају проблеми интерног тржишта и интеграције држава чланица које нису (још) прихватиле јединствену валуту. У том смислу, критика премијера Велике Британије да постоји опасност да проблеми Еврозоне угрозе позицију Савета као органа Уније, а не само Еврозоне, може се сматрати за оправдану (без обзира, а можда и због тога, што финансијски проблеми Еврозоне имају снажан ефекат преливања и на Европску унију у целини).

Проблеми прекомерног дефицита, који су настајали у пракси задуживања држава чланица независно од уредаба Европске уније, нису се могли отклонити само модификацијама Пакта стабилности и раста. Била је потребна чвршћа обавеза држава чланица да ће своју буџетску политику водити и у интересу Еврозоне и Уније као целине. На предлог Немачке и Француске, закључен је посебан међудржавни уговор држава чланова Еврозоне и кандидата за прихватање евра, познат као Фискални пакт. Оваквом начину закључивања прибегло се с обзиром да

је Велика Британија уложила вето, сматрајући да овај пакт није у складу са британским интересима и да не може прихватити „уговор унутар уговора“⁶⁴⁹.

4.3.2. Фискални пакт

Уговор о стабилности, координацији и управљању у Економској и монетарној унији, на предлог председника Европске централне банке, Марија Драгија, назван Фискални пакт⁶⁵⁰, потписале су 2. марта 2012. године све државе чланице Европске уније, сем Велике Британије и Чешке – обавезан је за државе чланице Еврозоне, а за државе потписнице које су у режиму изузећа од прихватања евра, он је обавезан само у одредбама које оне прихвате (ступио је на снагу 1. јануара 2013. године). Као међудржавни уговор, настао на принципу проширене сарадње (члан 20. Уговора о Европској унији и чланови 326 – 334. Уговора о функционисању Европске уније) он је резултат намере да се чвршће обавезу државе потписнице на поштовање фискалне дисциплине, посебно кроз увођење правила уравнотеженог буџетског биланса и аутоматског механизма корективне акције у случају прекомерног буџетског дефицита, све тешњу координацију економских политика (Ever – closer Coordination) и побољшање економског управљања у Еврозони; државе уговорнице такође, независно од тога да ли су у Еврозони или не, дужне су да поштују референтне величине буџетског дефицита (3% БДП) и јавног дуга (60% БДП). Ратификација овог уговора услов је за коришћење финансијске помоћи од Европског стабилизационог механизма.

Државе потписнице обавезале су се да одржавају буџет у равнотежи или са вишком. Ово фискално правило значи да „годишњи структурални биланс централне владе“, односно буџетски дефицит коригован цикличним кретањем, треба да буде одржаван у складу са новим одредбама Пакта стабилности и раста на доњој граници од 0,5% бруто домаћег производа (привремено одступање може

⁶⁴⁹ Eurozone Plus Creates a Fiscal Compact Outside the EU, *EU Inside*, 11 December 2011. <http://www.euinside.eu/en/news/the-eurozone-plus-creates-a-fiscal-compact-outside-the-eu>.

⁶⁵⁰ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union www.consilium.europa.eu/.../Treaty-on-Stability.

бити само у случају изузетних околности). Државе које имају однос јавног дуга према бруто друштвеном производу испод граница референтне величине (60%), могу имати структурни дефицит од 1% БДП. Ако кретање буџетског дефицита угрози постављени циљ, корективни механизам ступа на снагу аутоматски и држава чланица је дужна да у постављеном року изврши корекције. Држава потписница је дужна да правило уравнотеженог буџета унесе у своје национално законодавство у року од једне године од ступања уговора на снагу „кроз одредбе са обавезном снагом и перманентног карактера, по могућности, уставне“ (члан 3. Став 2).

Ако држава потписница забележи раст јавног дуга виши од 60% БДП, дужна је да га смањује годишње за 1/12 део и ова величина се третира као показатељ извршења. Државе су дужне да унапред достављају Савету и Комисији планове емисије јавног дуга, у циљу координације. Држава која се налази у процедури прекомерног дефицита сачињава програм економског партнерства и доставља га Унији, а потписнице овог уговора преузимају обавезу да прихвате програм Комисије за отклањање прекомерног дефицита у тој држави, сем уколико квалификованом већином на Еврогрупи не одбаце предлог Комисије.

Ако нека од држава потписница не поштује правило уравнотеженог буџета, друга држава чланица може покренути спор пред Европским судом правде; одлука Суда је обавезујућа и држава потписница је извршава у постављеном року. Свака држава чланица може покренути пред Судом поступак кажњавања државе чланице која није поступила по одлуци и у том случају Суд изриче казну која не може прећи 0,1% бруто домаћег производа државе потписнице. Наплаћена сума иде у стабилизациони механизам ако је држава из Еврозоне, а у другим случајевима представља приход Уније.

4.3.3. Координација економских политика

Да би се у условима финансијске кризе очувала конкурентност држава чланица, Немачка је почетком 2011. године предложила закључивање Пакта о конкурентности, који би садржао обавезе држава чланица да координацијом

економских политика остваре виши степен економске конвергенције. Европски савет је ову иницијативу преиначио усвајањем „Евро-плус“ споразума на самиту одржаном 24 - 25. марта 2011. године⁶⁵¹. „Евро плус“ означава посебну групацију држава чланица Европске уније, која окупља државе чланице Еврозоне и државе кандидате за чланство у Еврозони (сем Чешке и Мађарске), на бази отвореног метода координације из оснивачких уговора Уније.

Немачка је сматрала да се из финансијске кризе не може изаћи само уз помоћ одредаба Пакта стабилности и раста, односно да се дефицит буџета не може контролисати само мерама из Пакта, већ се морају у оквиру координације макроекономских политика, координирати и фискалне политике, политике буџета, продуктивност, трошкови рада, и др. Другим речима, настојала је да наметне немачки модел одржавања конкурентности, који се заснива на политици штедње, смањења трошкова рада кроз социјални консензус, буџетској равнотежи као уставној категорији, заједничкој социјалној политици посебно хармонизацији пензијских система у погледу година одласка у пензију, хармонизацији пореза и др у оквиру Еврозоне.⁶⁵² Тешко је одгонетнути стварне намере Немачке које су биле у основи овог предлога, тим пре што је Немачка била опрезна у преузимању финансијских обавеза у санацији других држава чланица Еврозоне. Изгледа да су оно били део „великог погађања“ између Француске и Немачке, у којој је Немачка морала да добије захтеване концесије у области смањивања буџетског дефицита и политике штедње, у замену за обећање о финансирању стабилизационог механизма (Европског фонда за финансијску стабилност), чему се дуго противила; компромис је ова држава видела као начин за „спасавање евра“⁶⁵³. У сваком случају, ови предлози ишли су ка јачању интеграције, али су, као што се то видело на састанцима Европског савета наишли на отпор држава чланица Уније, па и Еврозоне (оних које нису потписале ни Фискални пакт, ни Еуро плус споразум).

⁶⁵¹ European Council, Conclusions 24/25 March 2011, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf.

⁶⁵² <http://www.somo.nl/dossiers-en/sectors/financial/eu-financial-reforms/newsletter-items/issue-5-february-2011/economic-governance-reforms-and-wh>.

⁶⁵³ In Euro's Hour of Needs, Aide Gets 'Madame Non' to Say Yes, *Wall Street Journal Online*, April 14, 2011.

„Евро плус“ споразум покрива области које су усмерене на јачање економске конвергенције, а које су у компетенцији држава чланица. Одабране области акција биће усаглашене на нивоу шефова држава и влада, који ће давати политички легитимитет њиховом спровођењу.

Мере које ће предузимати државе чланице имаће у виду циљеве: јачања конкурентности и запослености, допринос одрживости јавних финансија и ојачање финансијске стабилности. Свака држава чланица ће предложити специфичне мере које ће водити остваривању ових циљева и биће одговорна за њихово извршење. Колико ће ове мере допринети заједничким циљевима оцењиваће шефови држава и влада на бази индикатора конкурентности, запослености, фискалне одрживости и финансијске стабилности. На бази тога ће се идентификовати државе чланице које имају тешкоће и оне ће се обавезати да у одређеном временском оквиру предузму мере на њиховом отклањању.

У погледу мера за јачање конкурентности, посебна пажња биће посвећена унапређењу продуктивности (на пример, кроз отварање конкуренцији појединих економских сектора) и смањење трошкова рада (на пример, кроз реформе система одређивања надница). Пошто је запосленост кључна компонента подизања конкурентности, реформе треба да се односе на повећавање флексибилности радне снаге. Јачање одрживости јавних финансија подразумева примену Пакта стабилности и раста, као и уједначавање пензијских система са демографским околностима, смањење погодности у здравству и социјалним давањима. У националним законодавствима (по правилу, као уставну категорију) треба увести правило уравнотеженог буџета. Ојачање финансијске стабилности подразумева реформе регулације и надзора финансијског сектора, као и правила санације банака; посебно је потребно узети у обзир кретања макроекономске стабилности и потребне акције у тој области. Најзад, потребна је координација пореске политике: директни порези треба да буду у надлежности држава чланица, а на нивоу држава потписница држава треба хармонизовати корпоративне порезе развијајући заједничку пореску основу.

Евро плус споразум није преточен у формални споразум и његове одредбе су постале садржина уредаба из Пакета шест⁶⁵⁴, „Пакета два“ и Фискалног пакта док су општи принципи развоја координације, односно развоја економског управљања – укључујући институције, процедуре и циљеве – садржани у програмским предлозима челника институција Европске уније и Еврогрупе, који се односе на конституисање фискалне уније.

Савремени метод координације економских политика је Европски семестар за координацију економских политика држава чланица, који укључује све елементе економског управљања садржане у Фискалном пакту, „Пакту шест“ и „Пакту два“⁶⁵⁴.

4.3.4. Елементи фискалне уније

Нова архитектура економског управљања, која има за основ координацију и конвергенцију економских политика држава чланица и Уније кроз реформу институционалног оквира за вођење економске и фискалне политике, има као завршни циљ успостављање фискалне уније. У другој половини 2012. године, формулисани су политички предлози за даље усавршавање монетарне интеграције у правцу стварања „праве Економске и монетарне уније“ (Genuine Economic and Monetary Union), чији би саставни део требало да буде и фискална унија.

Фискална унија у оквиру Еврозоне треба да садржи интегрисани буџетски оквир и интегрисани оквир економске политике. Интегрисани буџетски оквир треба да омогући садржи следеће елементе⁶⁵⁵:

- Заједнички утврђени горњи лимити буџетских дефицита држава чланица; задуживање изнад ових лимита подразумевало би образложење и заједничко одобрење;

⁶⁵⁴ Видети шире у: Mark Halberg, Benedicta Marzinotto and Guntram B. Wolff, *An Assessment of the European Semester*, European Commission, Brussels, September 2012.

⁶⁵⁵ European Council – The President, *Towards Genuine Economic and Monetary Union - Report by President of the European Council Herman Van Rompuy*, Brussels, 26 June 2012, EUCO 120/12 PRESSE 296 PR PCE 102

- Емитовање заједничких инструмената задужења, односно социјализација јавног дуга у мери у којој напредује монетарна интеграција Уније; могуће је формирање и заједничког фонда за отплату будућег дуга⁶⁵⁶;
- Различити облици фискалне солидарности;
- Успостављање на нивоу Евразоне фискалног тела, као што је заједнички трезор;
- Редифинисање улоге централног буџета Европске уније.

Интегрисани оквир економске политике треба да појача механизме координације националних економских политика, да се усмери на отклањање неравнотежа и „осигура капацитет за прилагођавање шоковима у глобализованој светској привреди“, са посебним освртом на мобилност рада и хармонизацију пореза.

Касније разраде концепата различитих „унија“ у оквиру Европске уније поново су актуелизовале и питање фискалне уније, о чему ће бити речи у завршној глави ове дисертације.

4.4. Криза јавног дуга и монетарна интеграција

Криза јавног дуга изазвала је и промену инструменталног оквира монетарне политике Европске централне банке.

4.4.1. Реконструкција трансмисионих механизма

Европска банка је у околностима кризе јавног дуга Евразоне имала на располагању класичне, неконвенционалне и изузетне инструменте монетарне интервенције.

Класични инструмент је управљање регулаторним каматном стопама, посебно основним инструментом монетарне политике Европске централне банке: каматном стопом на механизам Главне операције рефинансирања (Main Refinancing

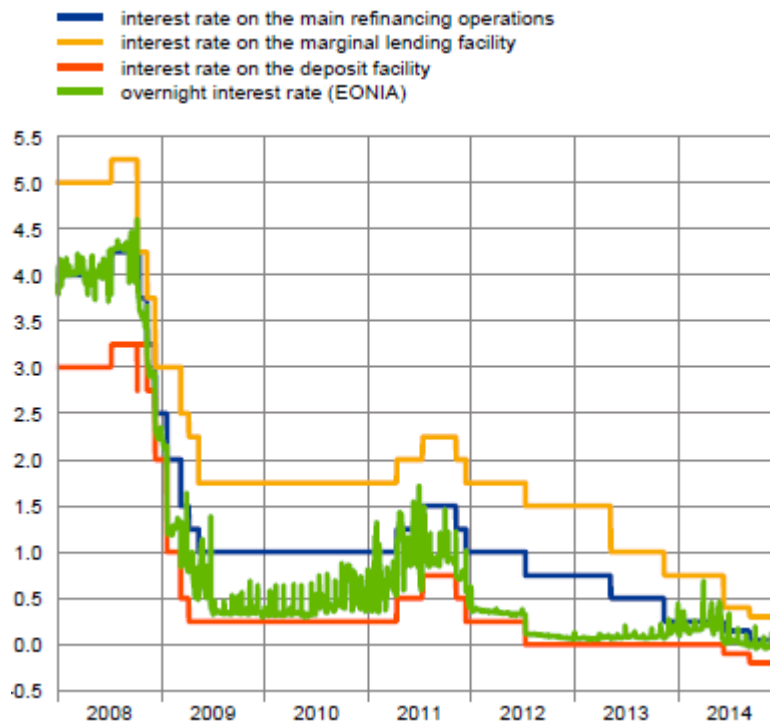
⁶⁵⁶ European Commission, A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate, *Press release*, Brussels, 28. November 2012.

Operations - MRO), помоћу кога је вршен утицај на краткорочне тржишне каматне стопе, посебно на тржишну каматну стопу на преконоћне депозите (Overnight Deposits – ЕОНИА). Таквим утицајем је Европска централна банка показивала своје схватање „оријентације монетарне политике“ (енгл. Monetary Policy Stance) у погледу њеног карактера – експанзивне или рестриктивне монетарне политике и посредно утицала на кретање привредне активности у жељеном правцу. Пошто је у почетној фази финансијска криза испољена као криза ликвидности банкарског сектора, због отказивања функционисања тржишта новца, Европске централна банка је снижавањем каматних стопа и стављањем на располагање банкама механизма рефинансирања, стимулисала кредитну активност⁶⁵⁷. Снижавање каматних стопа је већ до почетка кризе јавног дуга довело до њиховог уласка у „зону доње границе“ (енгл. Lower Bounds), када класични механизам монетарне политике: снижавање регулаторне стопе централне банке – повећање кредитне активности – раст реалног сектора, није могао да се реализује. Кретање каматних стопа Европске централне банке и основне тржишне каматне стопе у периоду кризе јавног дуга Еврозоне показује графикон 4.2.⁶⁵⁸.

Графикон 4.2. *Кретање каматних стопа на тржишту новца Еврозоне*

⁶⁵⁷ European Central Bank, Economic Bulletin, The Role of the Central Bank Balance Sheet in Monetary Policy, *Economic Bulletin*, No. 4, 2015, стр. 71.

⁶⁵⁸ European Central Bank, *Annual Report 2014*, Frankfurt aM, 2015, стр. 43.



Извор: European Central Bank, *Annual Report 2014*, Frankfurt aM, 2015, стр. 43. За објашњење термина видети графикон 3.5.

Док је банкарска криза погодила краткорочни сегмент финансијског тржишта – тржиште новца, угрожавајући функционисање краткорочних каматних стопа као основног инструмента имплементације монетарне политике, криза јавног дуга утицала је на дугорочни сегмент финансијског тржишта и имала је за последицу неадекватно функционисање трансмисионих канала монетарне политике у сегменту дугорочних каматних стопа, расположивости банкарских кредита и тржишта финансијске aktive. С једне стране, због тешкоћа у ликвидности, банке су смањиле расположивост кредита реалном сектору. С друге стране, услед опадања цена сувереног дуга у својим портфолијима, оне су бележиле губитке, чиме је сужавана основа профитабилности и што је за последицу имало повећање цене кредита. Најзад, пад цена државних обвезница и финансијске aktive уопште угрозио је нормално функционисање криве приноса, односно изгубљен је основ за формирање дугорочних каматних стопа, а стога и нормално структурисање кредитног портфолија банака; тај сегмент тржишта утиче и на формирање инфлаторних очекивања становништва.

Пошто је запала у „замку ликвидности“, којом је Кејнз означио немогућност функционисања монетарне политике у условима доње границе каматних стопа, а под утицајем терета сувереног дуга на трансмисионе механизме и саму егзистенцију евра, Европска централна банка је активирала неконвенционалне методе монетарне политике, односно почела да „користи биланс Еврозоне“ у вођењу монетарне политике⁶⁵⁹. „У таквим условима, у којима раст терета дуга, ако се перцепира као перманентан, и сам креира (тј. без икаквих веза са фундаменталним економским околностима) ризик банкротства држава чланица, може се сматрати одговарајућим да се прибегне неконвенционалним алатима, у покушају да се стопе задужења и волатилност врате на одрживи ниво“⁶⁶⁰.

Да би се спречио пад вредности државних обвезница до којег је дошло услед кризе финансијског тржишта, које би имале за последицу даље урушавање биланса банака, Европска централна банка је 09. маја 2010. године активирала Програм тржишта хартија од вредности (енгл. Securities Markets Programme), „имајући у виду текуће изузетне услове на финансијском тржишту, које карактеришу оштре тензије на одређеним сегментима тржишта, а које спречавају механизам трансмисије монетарне политике и стога ефикасно вођење монетарне политике оријентисане на стабилност цена на средњи рок“⁶⁶¹. Према овом програму, банке из Система европских централних банака и сама Европска централна банка почеле су да у „директном контакту са контрапартнерима“ интервенишу на приватном и јавном тржишту дуга (обвезница). Евросистем је могао да купује на секундарном тржишту државне обвезнице које су емитовале државе чланице или јавни ентитети држава чланица чија је валута евро, а на примарном и секундарном тржишту инструменте дуга приватних ентитета са територије Еврозоне. Обим операција утврђује Управни савет Европске централне банке.

⁶⁵⁹ European Central Bank, *Economic Bulletin*, The Role of the Central Bank Balance Sheet in Monetary Policy, *Economic Bulletin*, No. 4, 2015, стр. 71.

⁶⁶⁰ Julien Matheron, Benoît Mojon and Jean-Guillaume Sahuc, The sovereign debt crisis and monetary policy, Banque de France, *Financial Stability Review*, No. 16, April 2012, стр. 163.

⁶⁶¹ Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5) (2010/281/EU, L 124/8 *Official Journal of the European Union*, 20.5.2010)

По основу овог програма, Европска централна банка је ангажовала 212,1 милијарду евра⁶⁶²; овај износ је стерилисан одговарајућим операцијама на тржишту новца, тако да није дошло до монетизације јавног дуга, односно до пораста количине новца у оптицају. Истовремено, Европска централна банка је остала у оквиру свог мандата утврђеног оснивачким уговорима, односно поштовала је правило да не финансира државе чланице или њихове јавне ентитете (члан 123. Уговора о функционисању Европске уније). Такође, треба напоменути да примена неконвенционалних инструмената монетарне политике није била усмерена на промену „оријентације монетарне политике“ него „да осигура да је она на одговарајући начин пренета на привреду поправљајући оштећења механизма трансмисије“⁶⁶³.

Поред ових монетарних разлога, који су били основа за интервенције Европске централне банке, и сама егзистенција евра, угрожена падом вредности сувереног дуга, односно растом каматних стопа на тај дуг презадужених држава чланица – оних које су ушле у програм економског прилагођавања, али и оних које то нису, али су биле угрожене механизмом преливања „финансијске заразе“ – као што су Шпанија и Италија – који је могао да има за последицу њихов банкрот и излазак из Еврозоне, брањена је неконвенционалним средствима монетарне политике Европске централне банке. Иако се то у одлукама о куповини сувереног дуга не помиње, јасно је било да Европска централна банка, бранећи евро, брани и сопствену егзистенцију.

То се може најбоље видети из приступа усвајању још једног неконвенционалног механизма монетарне политике, који је заменио Програм тржишта хартија од вредности – реч је о програму директних тржишних трансакција. Он је усвојен у тренутку врхунца волатилности финансијског тржишта, која је претила да сруши институционалну структуру Еврозоне. Председник Европске централне банке, Марио Драги (Mario Draghi) је једном реченицом, сматрају аналитичари, смирио финансијско тржиште, наговештавајући

⁶⁶² The ECB's Securities Market Program (SMP) – about to restart bond purchases?, Commonwealth Bank, *Global Markets Research*, 18 June 2012.

⁶⁶³ The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures, European Central Bank, *Economic Bulletin*, No 7, 2015, стр. 2.

програм директних тржишних трансакција: „У оквиру нашег мандата, Европска централна банка је спремна да урад све што је потребно да сачува евро“⁶⁶⁴. При томе, он је пошао од две претпоставке: да је евро „неповратан процес“ и да је у евро уложен „велики обим политичког капитала“.

Европска централна банка је, 6. септембра 2012. године покренула механизам директних монетарних трансакција (Outright Monetary Transactions – ОМТ) који се састојао у куповини државних обвезница презадужених држава (које су ушле у програм санације) на секундарном финансијском тржишту⁶⁶⁵, мада сам програм није никада био активиран. Одлука је изазвала и покретање процеса пред немачким Федерални уставним судом о оцени њене усклађености са оснивачким уговором Уније и немачким уставним правом. Немачки Федерални уставни суд изнео је мишљење да таква акција Европске централне банке није у складу са примарним правом Европске уније, али је предмет упутио Европском суду правде на претходно изјашњавање (7. фебруара 2014. године)⁶⁶⁶, у складу са чланом 267. уговора о функционисању Европске уније. Немачки уставни суд био је мишљења да је са покретањем механизма куповине обвезница Европска централна банка изашла изван свог мандата (деловала је *ultra vires*) који јој је делегиран оснивачким уговором Уније, када је реч о вођењу монетарне политике (механизам је сматран као акт економске а не монетарне политике) у складу са члановима 119. и 127. Уговора о функционисању Европске уније, као и када је реч о забрани монетарног финансирања буџета држава чланица (члан 123. Уговора). Такође, акција Европске централне банке може довести до „значајне редистрибуције између држава чланица“, што је такође супротно оснивачком уговору Уније. Немачки Федерални

⁶⁶⁴ *European Central Bank, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012,*

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

⁶⁶⁵ ECB, Technical features of Outright Monetary Transactions, *Press release*, 6 September 2012.

⁶⁶⁶ German Federal Constitutional Court Principal Proceedings ESM/ECB: Pronouncement of the Judgment and Referral for a Preliminary Ruling to the Court of Justice of the European Union, [Press release no. 9/2014, 7 February 2014.](#)

уставни суд надлежан је да оцени реперкусије такве активности на Немачку, али не и да пресуди о материји европског права и отуда захтев Европском суду правде.

Европски суд правде је донео пресуду 16. јуна 2015. године (уз два издвојена мишљења)⁶⁶⁷. Она потврђује легалитет одлука Европске централне банке, пошто, по мишљењу Европског суда правде, механизам откупа обвезница није акт економске него монетарне политике и доприноси нормалном функционисању монетарних трансмисионих механизма, односи се на испуњавање основног циља монетарне политике Банке – одржавање стабилности цена и не може се сматрати еквивалентом монетарног финансирања државних дефицита, пошто је реч о куповини на секундарном тржишту уз вођење рачуна о протеклу одеђеног периода између емисије обвезница и њихове куповине.

Најзад, Европска централна банка је за солвентне али неликвидне банке, посебно у државама чланицама у којима је долазило до великог одлива депозита становништва, активирала механизам „кредитора у крајњој инстанци“ – Ликвидна помоћ у изузетним околностима (Emergency Liquidity Assistance –ELA). Полазећи од принципа да „кредитне институције Еврозоне могу добити кредите не само кроз операције монетарне политике, него изузетно и кроз ликвидну помоћ у изузетним околностима“, у процедури за одобравање ове помоћи⁶⁶⁸ наводи се она одобрава „солвентним финансијским институцијама или групи солвентних финансијских институција које имају привремене ликвидне проблеме, а да таква операција није део јединствене монетарне политике“. Овај механизам примењиван је у случају програма финансијске помоћи Грчкој, а његово изненадно обустављање у току преговора о закључењу споразума, које је довело до слома нормалног пословања грчких банака и увођења контроле кретања капитала, неки аутори су видели као прекорачење независности Европске централне банке и њену политизацију⁶⁶⁹.

⁶⁶⁷ JUDGMENT OF THE COURT (Grand Chamber) 16 June 2015, Case C-62/14, REQUEST for a preliminary ruling under Article 267 TFEU from the Bundesverfassungsgericht (Germany), made by decision of 14 January 2014, received at the Court on 10 February 2014. Видети и: Court of Justice of the European Union, *Press release No. 70/15*, Luxembourg, 16 June 2015, Judgment in Case C-62/14 Gauweiler and Others.

⁶⁶⁸ European Central Bank, ELA Procedures, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html>.

⁶⁶⁹ Charles Wyplosz

4.4.2. Механизам „квантитативног олакшања“ Европске централне банке

Са релативним смиривањем интензитета кризе јавног дуга, као и ниском инфлацијом и каматним стопама које су у зони доњих граница - каматна стопа на главни механизам рефинансирања износила је од 10. септембра 2014. године 0,05% (а по први пут у историји Европске централне банке, једна од њених регулаторних каматних стопа, каматна стопа на депозитни механизам прешла је негативну границу у јуну 2014. године, а од септембра исте године износила је -0,20%)⁶⁷⁰ – Европска централна банка суочена је са ризиком дефлације у Еврозони. Имајући у виду негативне последице дефлације, посебно у области кредитирања привреде и грађана, а без могућности даљег коришћења механизма каматних стопа, она је (од јуна 2014. године) спровела политику „квантитативног олакшања“, којом преко коришћења „механизма биланса“ снабдева финансијске институције ликвидношћу и усмерава дугорочна инфлаторна очекивања привреде и грађана. Реч је о „акомодативној“ усмерености монетарне политике (Accommodative monetary policy stance), која се може користити онда када и нестандартне мере монетарне политике нису адекватне⁶⁷¹.

Механизми политике „квантитативног олакшања“ су: (1) циљне дугорочне операције рефинансирања (уведене јуна 2014. године), на основу којих банке могу добијати дугорочне кредите од Евросистема по фиксној каматној стопи на период од четири године, који им служе за рефинансирање одобрених кредита привреди и становништву и стога, за повећање укупне кредитне активности; (2) програм куповине хартија од вредности покривених имовином и програм куповине обвезница покривених колатералом (оба програма покренута су у септембру 2014. године). Евросистем ће месечно куповати 60 милијарди евра и програм „квантитативног олакшања“ ће бити „реализован до краја септембра 2016. године и даље ако то буде потребно, а у сваком случају док се не види постојано прилагођавање пута инфлације конзистентног са циљем остваривања стопа

⁶⁷⁰ www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html.

⁶⁷¹ The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures, European Central Bank, *Economic Bulletin*, No 7, 2015, стр. 2

инфлације испод али близу 2% на средњи рок⁶⁷². Треба имати у виду да, за разлику од механизма директне куповине на тржишту (ОМТ), емисија новца по овом основу неће бити стерилисана.

Механизам „квантитативног олакшања“ део је политике „будућег усмеравања“ (Forward Guidance) Европске централне банке. То је политика информисања економских актера о кретању монетарне политике у будућем периоду, на основу процена Банке о изгледима кретања цена, односно одржавања ценовне стабилности, што је основни циљ њене монетарне политике. Она је формулисана у јуну 2013. године, и изражена у очекивању Управног савета Банке да ће „кључне каматне стопе ЕЦБ остати на постојећем или нижем нивоу у продуженом периоду времена. Ово очекивање засновано је на општим пригушеним изгледима инфлације, који се продужава на средњи рок, уз дате широке слабости привреде и пригушену монетарну динамику“⁶⁷³. Оваквом најавом политике, мада је она широко и условно формулисана, Европска централна банка помаже доношење дугорочних инвестиционих и потрошачких одлука привреде и становништва.

⁶⁷² The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures, European Central Bank, *Economic Bulletin*, No 7, 2015, стр. 2.

⁶⁷³ "The ECB's forward guidance", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014, стр. 65.

ГЛАВА V. МОГУЋИ ПРАВЦИ РАЗВОЈА МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

5.1. Нова институционална структура монетарне интеграције Европске уније

Институционална структура монетарне интеграције, у оквиру постојећег конституционалног аранжмана Европске уније, као „уније држава“ по закључку немачког Федералног уставног суда, еволуирала је кроз низ промена у секундарном законодавству Уније и усвајање међудржавних уговора држава чланица. Ова еволуција започела је усвајањем Пакта стабилности и раста, 1997. године, у циљу регулисања фискалне дисциплине, као и променама у правилима гласања у оквиру Савета, усвајањем „отвореног метода координације“ као облика усмеравања економских политика уговором из Нице, до давања широких надлежности Европском парламенту Уговором из Лисабона, 2007. године. Промене су усвајане уз присутну свест да доградња основног институционалног оквира, који није довољен у питање, омогућава несметано кретања „ка све ближеј унији“, односно ка политичкој унини, која би дала легитиман и на крају легалан оквир монетарној унији. Финансијска криза, а затим и криза јавног дуга Еврозоне, довела је у питање основни институционални оквир монетарне интеграције и отворила могућност алтернативних путева: ка допуни или радикалној промени структуре; с друге стране, постављањем захтева за убрзањем кретања ка политичкој унификацији, али и захтева за укидањем обавезе кретања „ка све ближеј унији“ за поједине државе чланице. Кризна и посткризна модификација институционалног оквира довела је до стабилизације функционисања како монетарног, тако и фискалног огранка

Економске и монетарне уније, али је начин решавање кризе несумњиво довео до структурних дебаланса који могу бити активирани у каснијем периоду⁶⁷⁴.

Кризне и посткризне реформске оријентације очувале су основну конституционалну структуру монетарне интеграције: наднационалну структуру монетарне политике и националну структуру економске и фискалне политике. На тај начин, и даље је присутна асиметричност институционалне структуре монетарне уније. Али, са кризом је порасла свест да се проблеми координације економске и фискалне политике морају разрешити тешњом интерацијом; оно на шта је теорија интеграције стално указивала, а то је да је проблем „економског управљања“ Економском и монетарном унијом извор њене нестабилности, постављено је и као практично питање нормалног функционисања монетарне уније. Пошто је монетарна унија релативно институционално заокружена кризном регулативом, основна пажња посткризне регулативе усмерена је на институционалну доградњу економског управљања Унијом и управљања фискалним политикама у Еврозони. Зато се промене, које су усаглашене у институцијама Европске уније и Еврозоне са временским хоризонтом до 2015. године, морају узети у обзир када се разматра нова институционална структура монетарне интеграције.

Разматрање нове институционалне структуре монетарне интеграције обухвата реформске исходе како у области успостављања нових институција у ужем смислу, као органа снабдевених одређеним надлежностима, тако и примењених и промењених процедура односно активности постојећих институција монетарне уније. У овом одељку анализираће се основни резултати институционалних промена; њихова критика и могуће модификације биће представљени у наредним одељцима.

Област монетарног управљања у кризном периоду карактерише се применом нових процедура финансијске регулације, применом неконвенционалних мера Европске централне банке и конституисањем њених нових надлежности. Основни циљеви за њихово усвајање били су:

⁶⁷⁴ Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Sovereign Debt Crisis*, Ku Leuven Euroforum, Lueven, September 2014, стр. 5.

- обезбеђивање нормалног функционисања трансмисионог механизма монетарне политике;
- превенција и идентификација системских ризика на финансијском тржишту; посебно спречавање формирања спекулативних мехурова на тржишту финансијске и реалне активе;
- осигурање финансијске стабилности Еврозоне;
- стимулација кредитне активности привреде и становништва.

У оквиру постојећег мандата, Европска централна банка је, као неконвенционалне мере монетарне политике, у периоду 2008 – 2015. године, применила:

- појачана кредитна подршка (ECS);
- дугорочне операције рефинансирања са фиксном дистрибуцијом емисије (LTRO);
- програм тржишта хартија од вредности (SMP);
- директне тржишне операције (OMT);
- механизам квантитативног олакшања (QE).

Сврха ових операција била је нормализовање функционисања тржишта новца, јачање ликвидности банака у циљу спречавања њихове несолвентности, обезбеђење додатног кредитног потенцијала банака за кредитирање привреде и грађана, као и стабилизација секундарног тржишта јавног дуга. Све ове процедуре реализоване су у оквиру постојећих механизма монетарне политике а нису имале као последицу угрожавање основног циља монетарне политике: очувана је стабилност цена на средњи рок, а дугорочна инфлаторна очекивања остала су стабилна⁶⁷⁵. Посебно је истакнуто дејство механизма интервенција Европске централне банке на тржишту државних обвезница, које су допринеле очувању финансијске стабилности Еврозоне у критичном тренутку кризе јавног дуга. „Радећи то, Европска централна банка је ре-каналисала ликвидност према државама које су биле погођене кризом ликвидности и спречила центрифугалне силе које су креирала финансијска тржишта да разбију Еврозону. То је била

⁶⁷⁵ European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt aM, 2011, стр. 91 (графикон 3.4: Инфлаторна очекивања у Еврозони, 1990 – 2010.

исправна политика централне банке чији је *raison d'être* (разлог постојања) да очува монетарну унију⁶⁷⁶.

Нове процедуре Европске централне банке конституисале су и њену функцију кредитора у крајњој инстанци на банкарском тржишту, чиме је обезбеђена кризна функција Европске централне банке у очувању ликвидности банкарског система (по препорукама Волтера Беџхота), али је конституисан и њена функција кредитора у крајњој инстанци на тржишту државних обвезница, као кључна за одржавање финансијске стабилности⁶⁷⁷.

Формирање системских ризика на подручју монетарне интеграције, посебно везаних за преливање макроекономских неравнотежа и формирање спекулативних мехурова на тржиштима финансијске и реалне активе (тржишту стамбеног простора, на пример), није било предмет институционалног регулисања све до избијања финансијске кризе. Нови механизам контроле макроекономских ризика изражен је кроз Европски одбор за системски ризик (ЕСРБ), као део Европског система финансијске супервизије (ЕФСФ), формиран децембра 2010. године⁶⁷⁸. Када је реч о контроли микроекономских ризика, нова институционална структура односи се на усвајање регулаторних прописа везаних за регулисање адекватности капитала у складу са препорукама Базелског комитета за банкарску супервизију, као и за формирање институција за контролу ризика у банкама, осигурању и професионалним пензијама и за финансијско тржиште (ЕБА, ЕИОПА, ЕСМА), реоснованих новембра 2010. године.

Посебан део институционалне реконструкције монетарне уније односи се на формирање банкарске уније. Банкарска унија је одговор на финансијску кризу и кризу јавног дуга Еврозоне и од инструмента за управљање кризом постала је перманентни механизам за обезбеђење стабилног функционисања финансијског система. Основни циљеви које је формирање банкарске уније требало да постигне су следећи:

- једнака трансмисија монетарне политике на подручју Еврозоне;

⁶⁷⁶ Paul De Grauwe, *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document No. 346, May 2011, стр. 11.

⁶⁷⁷ Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Sovereign Debt Crisis*, Ku Leuven Euroforum, Lueven, September 2014, стр. 14.

⁶⁷⁸ <https://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.en.html>.

- спречавање моралног хазарда у пословању банака;
- реализација функције кредитора у крајњој инстанци и спречавање „банкарске заразе“, односно кризе ликвидности банкарског система;
- смањивање екстерних ефеката несолвентности банака.

Банкарска унија обједињује функције: (1) супервизије банака, које су поверене Европској централној банци за системски важне банке, односно националним регулаторним органима за остале банке; ове функције поверене су Европској централној банци на основу креативног тумачења оснивачких уговора; (2) санацију и гашење банака, која је, на основу међудржавног уговора држава чланица Еврозоне и заинтересованих чланица Европске уније (ратификован у довољном броју држава до 30. новембра 2015. године)⁶⁷⁹, поверена Европској централној банци, Комисији, Јединственом санационом одбору и Јединственом санационом фонду; (3) осигурање депозита банака и других кредитних институција, на основу јединствене шеме за осигурање депозита, којом се предвиђа механизам реосигурања депозита као начин подизања поверења у банкарски систем Еврозоне (и других држава чланица банкарске уније), поверено је Јединственом одбору за санацију и осигурање депозита (пошто је јединствени механизам осигурања депозита уграђен регулативу о санацији и гашењу банака) и Јединственом фонду за осигурање депозита.

У напору да се очува стабилност монетарне интеграције и спречи активирање структурних проблема, Евросамит је октобра 2014. године, полазећи од става да је „тесна координација економских политика од суштинске важности за нормално функционисање Економске и монетарне уније“ наложио припрему програма који се односи на „развој конкретних механизма јаче координације економских политика, конвергенције и солидарности“ и припрему „следећих корака за боље економско управљање Еврозоне“⁶⁸⁰. Резултат наведеног захтева био

⁶⁷⁹ European Council, Banking union: Single resolution fund on schedule for 1 January 2016, *Press Release*, 30. 11. 2015, <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/11/30-banking-union-single-resolution-fund-for-1-january-2016/>.

⁶⁸⁰ www.consilium.europa.eu/.../2014/.../euro-summ.

је Програм пет председника⁶⁸¹, који је објављен јуна 2015. године и у коме су дате усаглашене смернице завршетка институционалних реформи које се односе на економски огранак монетарне уније.

Целокупна реформа економског управљања (како је систем координације економске, фискалне и буџетске политике дефинисао Европски савет марта 2011. године)⁶⁸² у оквиру Економске и монетарне уније, која обухвата како промене настале у кризном периоду, тако и предложена решења из програма пет председника, имала је као циљеве:

- јачање механизма координације економских политика и његово упрошћавање;
- обезбеђивање буџетске дисциплине држава чланица увођењем јединствених ограничења буџетских политика;
- спречавање моралног хазарда у вођењу фискалних политика држава чланица;
- неутралисање ефеката екстерних шокова поделом ризика између држава чланица Еврозоне;
- јачање конкурентности држава чланица и стимулисање реалне конвергенције;
- обезбеђивање механизма санације јавних финансија и спречавање преливања финансијских криза.

Кризна и посткризна регулација економске функције економске и монетарне уније ослања се на две групе функционално подељених процедура:

- *економско управљање*: (1) координација економских политика : Европски семестар, отворени механизам координације, „Евро плус“ пакт; Еврогрупа као институционална иновација⁶⁸³ и (2) координација фискалних и буџетских политика и отклањање економских дебаланса:

⁶⁸¹ European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015.

⁶⁸² <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10-2011-REV-1/en/pdf>.

⁶⁸³ Kathleen R. McNamara, *Managing the Euro – The European Central Bank*, у: John Peterson and Michael Shackleton, eds., *Institutions of the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006 (pp. 169 – 190), стр. 182.

Фискална унија (реформисани Пакт стабилности и раста, „Пакет шест“, „Пакет два“, Фискални пакт);

- *институције санације јавног дуга и докапитализације банкарских система*: Европски финансијски стабилизациони механизам (ЕФСФ), формиран на основу одредаба из оснивачких уговора о солидарној финансијској помоћи и два механизма креирана међудржавним уговорима, Европски механизам за финансијску стабилност (ЕСФС) из 2010. године и Европски стабилизациони механизам (ЕСМ) из 2011. године. У окриљу ових институција формирана је и позната Тројка, која има функцију контроле спровођења програма стабилизације и прилагођавања.

Нови институционални механизми координације економских политика, усмеравања фискалних политика и ограничавања буџетских политика донели су нове процедуре, као што су, поред осталог, процедура идентификације и превенције макроекономских дебаланса, стимулисања реалне конвергенције држава чланица, аутоматизма у изрицању санкција за непоштовање буџетске дисциплине. Међутим, оне нису донеле и повећану транспарентност одлучивања, нити упрошћавање механизма одлучивања: „Европски семестар је значајно ојачао координацију економских политика. Међутим, додавање бројних „пакета“, „пактова“, „процедура“ и многобројних захтева за извештавањем замаглило је његову рационалност и ефикасност“⁶⁸⁴. Повећана мрежа процедура, и поред тога што захтева учешће Европског парламента, донела је много већу улогу Комисије и изведених тела, као што је Тројка, које су угрозиле демократски легитимитет интеграције. Најзад, очуван је метод координације који разводњава финансијску дисциплину држава чланица, што не отклања могућност моралног хазарда у њиховом понашању. Координација фискалних политика не може у потпуности отклонити слабости националних фискалних система: „Као што показује историја, слабе фискалне институције доприносе склоности ка креирању дефицита. Главни проблем фискалне политике у Еврозони, који поткопава буџетску дисциплину и

⁶⁸⁴ European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015, стр. 9.

деловање Пакта стабилности и раста, налази се у недостатку ефикасног фискалног управљања у бројним државама чланицама⁶⁸⁵. С друге стране, отворени метод координације, који би требало да решава отворена питања економске политике на нивоу Европског савета, не располаже механизмом ефикасних санкција, он је „`причаоница` без уочљивог утицаја на националну политику, а да се и не говори о макроекономским агрегатима“⁶⁸⁶.

Наведене примедбе указују на неадекватност институционалне структуре економског управљања за трајније некризно функционисање Економске и монетарне уније.

„Другом по величини светском привредом не може се управљати само на основу сарадње засноване на правилима. Да би се Еврозона постепено развијала у правцу праве Економске и монетарне уније, потребан је заокрет од система правила и смерница националном одлучивању о економској политици ка систему даље поделе суверенитета у оквиру заједничких институција, од којих већина већ постоји и које могу прогресивно да испуњавају те задатке. У пракси, то ће тражити од држава чланица да прихвате заједничко одлучивање о елементима њихових односних националних буџета и економских политика“⁶⁸⁷.

Механизам санације јавног дуга и банкарских система није довршен, јер нема превентивну функцију; другим речима, не може обезбедити екс анте кредите за очување ликвидности држава чланица. Због тога, предлаже се његова трансформација аналогно структури Међународног монетарног фонда.

Нова институционална структура Економске и монетарне уније показала је, с једне стране, флексибилност институција, које су се прилагођавале промењеним околностима окружења, посебно у кризним условима. С друге стране, она је изразила спремност држава чланица да усвајају нове елементе институционалне структуре, у намери да отклоне проблеме које су доносиле кризе, односно успоставе финансијску стабилност у Еврозони.

⁶⁸⁵ Michael D. Bordo, Agnieszka Markiewicz and Lars Jonung, A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History, *NBER Working Paper 17380*, September 2011, стр. 26.

⁶⁸⁶ Andrew Moravcsik, What Can We Learn from the Collapse of the European Constitutional Project? *Politische Vierteljahresschrift*, 47. Jg. (2006), Heft 2, (219–241), стр. 226.

⁶⁸⁷ European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015, стр. 5.

5. 2. Будућност монетарне интеграције

Монетарна интеграција у оквиру Европске уније налази се између даље интеграције и дезинтеграције. Даља интеграција подразумева укључивање у монетарну унију држава са изузећем, стабилизацију нових функција Европске централне банке и централизацију фискалне функције интеграције, било формирањем Фискалне уније, или креирањем надлежности „министарства финансија“. Дезинтеграциони токови могу се огледати у напуштању интереса за прихватањем јединствене валуте, делегитимизацији институција монетарне уније, напуштањем монетарне уније, фискалним кризама, као и смањивањем реалне конвергенције држава чланица. Разуме се да процеси који се реализују у самој Европској унији на политичком плану, у правцу тешње интеграције, било у целину Уније или кроз механизам неравномерног кретања, одлучујуће утичу на статус монетарне интеграције, јер „евро је више него само валута. Он је политички и економски пројекат“⁶⁸⁸.

Будућност монетарне интеграције није заснована само на променама институција, пошто је институционални оквир резултат политичке еволуције интеграције. Пошто се свест о политичким променама тешко развија, јер зависи и од визија политичких процеса у хетерогеној заједници држава, каква је Европска унија али, као што је већ назначено, и од глобалног окружења у коме се ова заједница налази, методолошки оправдано је посматрати будућност монетарне интеграције са два становишта: прво, на основу садашње констелације односа федерализма и конфедерализма унутар Европске уније и, друго на основу тенденција кретања које се се већ испољиле у досадашњој пракси развоја интеграционих процеса, али и његовог теоријског разумевања.

5.2.1. Одрживост монетарне интеграције у оквирима постојеће политичке дефиниције Европске уније

⁶⁸⁸ European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015, стр. 4.

Одрживост монетарне интеграције у условима постојеће конституционалне структуре Европске уније може се засновати на анализи постојећег стања и проблема с којима се суочава монетарна унија, уобличена у Еврозону.

5.2.1.1. Ширење или сужавање монетарне уније?

Данас Еврозона обухвата 19 држава чланица. Процес монетарне интеграције обавеза је за све државе чланице Европске уније које се налазе у „статусу изузећа“ (статус који, по члану 139. Уговора о функционисању Европске уније – ТФЕУ, имају „државе чланице у односу на које Савет није одлучио да испуњавају неопходне услове за усвајање евра“), није обавеза за државе чланице које су уговориле „клаузулу неучествовања“ (енгл. Opt-out), а може бити њихово право.. Процес монетарне интеграције за државе са изузећем регулише члан 140. Уговора о функционисању Европске уније, који предвиђа да ће „најмање једанпут у две године, на захтев државе чланице са изузећем, Комисија и Европска централна банка извести Савет о напретку који државе чланице са изузећем учине у испуњавању својих обавеза у односу на остваривање економске и монетарне уније“. Ови „извештаји о конвергенцији“ треба да покажу да је држава чланица у свом законодавству обезбедила независан положај своје централне банке и испунила висок степен „одрживе конвергенције“ у односу на показатеље инфлације, буџетске одрживости, каматних стопа и девизног курса – другим речима, да је испунила услове номиналне конвергенције са Еврозоном⁶⁸⁹. Уколико су услови испуњени, Савет одлучује једногласно о неповратном фиксирању девизног курса по коме евро супституише националну валуту државе чланице. У прелазном периоду, држави чланици је на располагању механизам помоћи Уније у случају криза у платном билансу а она може, уколико одговор институција Уније није благовремен, донети мере капиталне контроле (чланови 143. и 144. ТФЕУ).

⁶⁸⁹ Детаљније о извештајима о конвергенцији и оствареним показатељима видети: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/convergence_reports/index_en.htm.

У Извештају о конвергенцији за 2014. годину⁶⁹⁰, Европска комисија је констатовала да од осам држава чланица са изузећем, само је Литванија испунила услове за приступање Еврозони. Остале државе чланице су углавном испуниле критеријуме стабилности цена (сем Румуније), буџетског дефицита (сем Хрватске и Пољске) и дугорочних каматних стопа. Ни једна држава чланица није испунила критеријум стабилности девизног курса, односно чланства у Другом механизму девизних курсева. Очигледно је овај критеријум покриће за државе чланице да не уђу у монетарну унију (тај „модел“ је „патентирала“ Шведска), односно да задрже флексибилност девизног курса као инструмент прилагођавања своје конкурентности.

Други механизам девизних курсева уведен је 1. јануара 1999. године (на бази одлуке Европског савета из Амстердама, јуна 1997. године)⁶⁹¹ и заменио је Механизам девизних курсева из Европског монетарног споразума, који је био оквир за регулисање међусобних курсева држава чланица Уније до увођења евра. Чињеница да у оквиру јединственог тржишта Европске уније коегзистира више националних валута, поред евра, односно да је она мултивалутно економско подручје, доводи до проблема усклађивања монетарних политика и девизних курсева, који могу да утичу на стабилност јединственог тржишта и да се, ако фискни девизни курсеви не поштују утврђене маргине осцилација, или се користе флексибилни девизни курсеви, постиже неравноправно стицање конкурентске предности девалвацијом/депресијацијом девизних курсева. Због тога је утврђено у Другом механизму девизних курсева да државе чланице са изузећем одржавају распоне својих националних валута у односу на евро у одређеним границама. Али, учешће у овом механизму је добровољно за државе чланице; уколико желе да прихвате евро, морају приступити механизму и најмање две године одржавати стабилне девизне курсеве у односу на евро.

⁶⁹⁰ European Commission, Convergence Report 2014, *European Economy*, 4/214.

⁶⁹¹ Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16 June 1997. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6325_en.pdf.

Други механизам девизних курсева предвиђа да се споразумом између Европске централне банке и државе чланица⁶⁹² фиксира курс националне валуте у односу на евро и одржава у распону флукуација од +/- 15%, са могућношћу да уговорене маргине флукуација буду и ниже; у случају поремећаја у маргинама, предвиђене су интервенције Европске централне банке и централне банке државе чланице на девизном тржишту ради стабилизације маргина. Једини учесник Другог механизма девизних курсева је данска круна, од 1. јануара 1999. године, са централним девизним курсем од 7.46038 у односу на евро и распониом флукуација од +/- 2,25%⁶⁹³. За друге државе, које су у статусу изузећа или користе клаузулу неучествовања, важи одредба члана 142. Уговора о функционисању Европске уније да ће „тетирати своје политке девизног курса као ствар заједничког интереса“.

Од јануара 2015. године (приступањем Литваније Еврозони), држава са изузећем има седам (укључујући и Шведску) а две државе користе клаузулу неучествовања (Велика Британија и Данска). Како ће тећи динамика ширења монетарне уније је неизвесно; формално гледано, учествовањем у механизму девизних курсева држава ће показати своју намеру да уђе у Еврозону (у динамици од најмање две године). Неке државе чланице су се експлицитно изјасниле да немају намеру да усвајају евро као јединствену валуту у дужем временском периоду. Карактеристичан је пример Пољске која, према ставу гувернера Централне банке не намерава да у догледно време приступи Еврозони⁶⁹⁴. Овај став проистекао је из анализе коју је урадила Народна банка Пољске о користима и штетама приступања монетарној унији, објављеној новембра 2014. године⁶⁹⁵. Динамика на основу које ће се Пољска кретати ка Еврозонио одређена је на следећи начин: економска политика ће се оријентисати у правцу сталног

⁶⁹² Agreement of 16 March 2006 between the ECB and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of Economic and Monetary Union, Official Journal of the European Union, C 73, 25. 3. 2006, стр. 21.

⁶⁹³ http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm.

⁶⁹⁴ *Poland will never join a 'burning' eurozone, says central bank governor*, The Telegraph, 25 Jul 2015.

⁶⁹⁵ Narodowy Bank Polski, *The Economic Challenges of Poland's Integration with the Euro Area*, Warsaw, March 2015.

испуњавања критеријума конвергенције, посебно у односу на фискалну дисциплину; предузимање додатних мера за јачање пољске привереде, укључив и институционалну сферу; детаљна припрема техничких и организационих аспеката процеса; стабилизација ситуације у Еврозони, посебно када је реч о њеном институционалном јачању. Очито је из понашања држава чланица са изузећем да ће сачекати резултате деловања посткризних институционалних промена да би донеле одлуке о усвајању евра, иако је обавеза „држава чланица које нису још у Еврозони (или су добиле формално право учествовања) да усвоје заједничку валуту чим испуне критеријуме из Маастрихта – упркос чињеници да растући број истраживања јавног мњења, експерата па чак и неколико европских лидера, признаје да је Европска монетарне уније, каква је дизајнирана у Маастрихту, била погрешка; чак и 'фатална погрешка', према нобеловцу Полу Кругману (изјава порталу *Spiegel Online*, 23 априла 2012. године)⁶⁹⁶.

Криза јавног дуга Еврозоне поставила је питање да ли државе чланице монетарне уније могу напустити или бити искључене и монетарне интеграције, с обзиром да је прихватање евра означено као неповратан процес? Да ли је сужавање монетарне уније у интересу њеног кредибилитета?

Правна заснованост

У примарно право Европске уније – оснивачке уговоре, тек са Лисабонским уговором (Уговор о Европској унији) укључене су одредбе о праву држава чланица на иступање из Уније. До тада, „једини прихватљиви начин за повлачење из Уније био је споразум које би ратификовале све државе чланице Уније“⁶⁹⁷, односно измена оснивачких уговора на основу једногласности свих држава чланица.

Уговор о Европској унији предвиђа да држава чланица може одлучити да се повуче из Европске уније сходно својим интерним уставним правилима. О намери повлачења, држава чланица обавештава Европски савет, који доноси смернице за

⁶⁹⁶ Giandomenico Majone, *Rethinking European Integration After the Debt Crisis*, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 2.

⁶⁹⁷ Phoebus Athanassiou, *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU - some reflections*, European Central Bank, *Legal Working Paper Series*, No. 10 / December 2009, стр. 21.

преговоре са том државом и закључење споразума, у коме ће се „установити аранжмани за њено повлачење, имајући у виду оквир за њене будуће односе са Унијом“⁶⁹⁸. Ово сагласно иступање државе чланице почиње даном ступања на снагу споразума о раздруживању. Уколико се не постигне споразум о раздруживању, држава чланица може једнострано иступити из чланства Уније две године после подношења захтева за иступање. У том случају, она поступа сходно свом „уставном аранжману“, што значи да је начин иступања, односно *повратак суверености* регулише њено уставно право (разуме се да мора направити и „деобни биланс“ са остатком Уније).

Иако се у члану Уговора који регулише иступање не помиње и иступање из Еврозоне, прихватљива је претпоставка да са престанком чланства у Европској унији аутоматски престаје и чланство у Еврозони.

Оснивачки уговори не садрже право једностраног иступања државе чланице „из протеста“ ако, на пример, у случају да нека друга држава повреди право Уније или институције Уније прекораче своје надлежности - делују „*ultra vires*“; Европски суд правде је надлежан да одлучује о споровима између држава чланица и са институцијама Уније⁶⁹⁹, али и поједине државе чланице Уније, као што је Немачка, пред својим уставним судовима могу покретати поступак за заштиту својих интереса (честа пракса пред немачким Федералним уставним судом).

Оснивачки уговори не садрже одредбе о иступању из Еврозоне. Ово се може тумачити простом чињеницом да су све државе чланице Уније у принципу и чланице Еврозоне, али са различитом динамиком увођења евра, који је дефинитивни циљ интеграције. Државе чланице Уније, које нису (још) прихватиле евро, налазе се статусу „државе са узужећем“ (дерогацијом), а државе чланице које су уговориле „клаузулу неприхватања“ (енгл. *Opt Out*), Велика Британија и Данска

⁶⁹⁸ Consolidated Version of the Treaty on European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/43, 26.10.2012, члан 50.

⁶⁹⁹ Consolidated Version of the Treaty on European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/43, 26.10.2012, чланови 263 – 273.

не морају, али могу прихватити јединствену валуту⁷⁰⁰. И цело поглавље Уговора о функционисању Европске уније (поглавље 5) које се односи на проблем пута ка прихватању евра носи наслов: прелазне одредбе, што говори о схватању да је прихватање евра неповратан процес. То значи да не постоји правни механизам који омогућава да држава чланица Еврозоне једнострано иступи из Еврозоне, а да притом остане чланица Европске уније, макар у статусу „државе са изузећем“.

Може ли, с друге стране, држава чланица бити избачена из Уније или Еврозоне, уколико друге државе чланице нису задовољне њеним испуњавањем права и обавеза које проистичу из чланства, или је натерају да се сама повуче из чланства? Савет може, по члану 7. Уговора о Европској унији да привремено суспендује права државе чланице у случају да постоји „озбиљно и постојано кршење вредности“ на којима је Унија заснована, али то није избацивање, нити је оно предвиђено као крајња мера санкције. Оснивачким уговорима није предвиђено ни избацивање из Еврозоне. .

Економски аспекти

Напуштање јединствене валуте може имати веома озбиљне економске последице. Оно доноси предности држави чланици која уводи нову националну валуту, јер јој даје још једно средство макро-економске политике. С друге стране, увођење нове националне валуте вероватно би било праћено њеном девалвацијом, што би стимулисало извоз и подизање конкурентности привреде⁷⁰¹. Ако је, као што смо видели, Еврозона постала резистентнија на могућност преливања кризе из једне у друге државе чланице, то не значи да у условима веома тесне економске и монетарне интеграције, не би било последица и по интеграциону групацију. Те последице су супротне онима које су наведене као користи увођења евра: изостанак јединствене цене за производе, услуге и факторе производње; губици по основу ненаплатних кредита; трошкови замена валута; смањење извоза у државу која

⁷⁰⁰ Consolidated Version of the Treaty on European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/43, 26.10.2012, протоколи 15 и 16.

⁷⁰¹ Barry Eichengreen, The Breakup of the Euro Area, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 13393, Cambridge, MA 02138, September 2007.

иступа ако би увођење нове валуте било праћено њеном девалвацијом; неповерење финансијског тржишта. С друге стране, било би скупље враћање иностраних кредита, посебно ако је држава високо задужена. Најзад, искрсао би велики број практичних проблема које би прелазак на националну валуту (или двојну валуту, односно паралелно функционисање евра и националне валуте) са собом донео⁷⁰². „Напуштање би изискивало дуготрајне припреме које би, уз антиципиарну девалвацију, дозвољало мајку свих финансијских криза“⁷⁰³.

Политички мотиви

Ако држава чланица одлучи да се повуче из политичких разлога, „Унија нема санкција које би могле бити употребљене да доведу до правног поштовања Уговора. Тако, с овог становишта, реално и није важно да ли постоји правни основ за повлачење“⁷⁰⁴. Политички разлози могу укључивати како унутрашње-политичке, тако и спољно-политичке мотиве. Пример Грчке, који је већ анализиран, открива да је у основи политичких конфронтација страх од „политичке заразе“, односно левичарског „поткопавања“ модела интеграције. Међутим, и десничарска опасност по процесе интеграције није занемарена. На пример, државе чланице Уније бојкотовале су коалицију изабраних представника Аустрије у парламенту те државе, које је предводио Јерг Хајдер (Joerg Haider), са образложењем да она не поштује основне вредности на којим је заснована Унија (из члана 2. Уговора о Европској унији)⁷⁰⁵. У неким случајевима, оспорава се управо политички циљ интеграције – кретање „ка све ближеј унији“ (преамбула Уговора о Европској унији), као што се истиче у говору премијера Велике Британије, Дејвида Камерона (David Cameron) поводом захтева за референдумом о останку те државе у Европској унији. Поред тог кључног разлога, наведени су и недостатак

⁷⁰² Roger Bootle, *Leaving the euro: A practical guide*, Capital Economics, 2012; Eric Dor, *Leaving the euro zone: a user's guide*, IESEG School of Management, Catholic University of Lille, *Working Paper Series*, 2011-ECO-06, October 2011.

⁷⁰³ Barry Eichengreen, *The euro: Love it or leave it? VOX CEPR's Policy Portal*, 04 May 2010.

⁷⁰⁴ Phoebus Athanassiou, *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU - some reflections*, European Central Bank, *Legal Working Paper Series*, No. 10 / December 2009, стр. 22.

⁷⁰⁵ Phoebus Athanassiou, *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU - some reflections*, European Central Bank, *Legal Working Paper Series*, No. 10 / December 2009, стр. 32.

демократског легитимитета Уније и потреба да се он реафирмише кроз националне парламенте, као и егзистенција мултивалутне економске интеграције⁷⁰⁶. Оно што треба истаћи, то је да је одлука о интеграцији трајнијег карактера од дневно-политичких разматрања и ограничених текућих мандата влада; то би требало да важи и за политичке одлуке о изласку из процеса интеграције.

5.2.1.2. Економско управљање

Фискална област монетарне интеграције, као саставни део економског управљања, сматра се за највећег могућег узрочника кризе у функционисању монетарне уније. Два су основна проблема који у овој области треба да буду решена, како би монетарне интеграција била одржива:

Прво, опасност преливања неодговорне фискалне политике, односно прекомерног дефицита појединих држава чланица и,

Друго, деловање фискалне политике у функцији аутоматских стабилизатора.

Када је реч о првом проблему, остаје да се види деловање мера које су донете у току кризе јавног дуга, посебно колико ће успешна бити експериментална координација националних буџета у оквиру европског семестра, као и идентификација и корекција макроекономских дебаланса.

Комисија је поднела извештај о економском управљању у Европској унији, крајем 2014. године⁷⁰⁷, са циљем да покаже како се правни оквир економског управљања, утврђен „пакетима“, реализује у пракси координације економских политика држава чланица. Налази Комисије могу се свести на следеће:

- Област фискалног надзора: Комисија сматра да су усвојене мере допринеле смањењу пресечног буџетског дефицита у 28 држава чланица Уније са 4,5% БДП у 2011. години на око 3% у 2014. години, и поред

⁷⁰⁶ David Cameron's EU speech - full text, , The Guardian, 23. 01. 2013. <http://www.theguardian.com/politics/2013/jan/23/david-cameron-eu-speech-referendum>

⁷⁰⁷ European Commission, *Economic governance review - Report on the application of Regulations (EU) n° 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, 472/2013 and 473/2013*, Brussels, 28.11.2014, COM(2014) 905 final

кризе која није окончана. Код превентивног механизма, већи број држава чланица поправио је средњорочне буџетске циљеве; код корективног механизма, није била изречена ни једна санкција, а број држава у процедури прекомерног дефицита смањен је са 23 од 27 држава чланица крајем 2011. на 11 од 28 средином 2014. године.

- Процедура макроекономских дебаланса: у периоду 2011 – 2014. године, Комисија је спровела 42 продубљена прегледа у укупно 18 држава чланица. Идентификовани су у пет случајева макроекономски дебаланси (Словенија два пута, Италија, Шпанија и Хрватска), али Комисија није покренула ни једну процедуру прекомерних дебаланса; уместо ње применила је процедуру тесног мониторинга политике имплементације за отклањање дебаланса.

Из анализе Комисије очигледно је да у механизму економског управљања функционише само корективни део, судећи по броју држава чланица које су у процедури прекомерног дефицита. То је и разумљиво, је ни једна компонента „пакета“ не садржи подстицајне елементе; оне су израз рестриктивних буџетских политика, посебно у Еврозони, односно усвајања немачког модела фискалне политике и његовог добровољног или принудног ширења на друге државе чланице Еврозоне. С друге стране, постојања „клаузула избегавања“ (Escape Clause), односно одредаба да се механизми санкција заустављају у случају дубље економске кризе у Еврозони, чине да процедуре прекомерног дефицита не буду ефикасне.

У Програму пет председника, као комплементарни део механизма координације фискалних политика предвиђено је оснивање Европског фискалног одбора⁷⁰⁸. Он треба да буде саветодавно тело које ће координирати рад националних фискалних савета, који су формиран на основу Директиве о буџетским оквирима и „обезбеђивати јавну и независну оцену, на европском нивоу, како се буџети – и њихово извршење – понашају у односу на економске циљеве и препоруке утврђене у оквиру фискалног управљања Европске уније“. Очигледно је

⁷⁰⁸ European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015, стр. 14.

предложени одбор и средство за мобилизацију јавног мњења у циљу кориговања националних фискалних политика.

Када је реч о фискалним политикама у функцији макроекономске стабилизације оне се, у постојећем политичком оквиру Европске уније, могу остваривати само кроз координативну функцију; сваки облик централизације подразумева промену политичког оквира у правцу федерализма. Зато се и предлози везани за Фискалну унију крећу управо кроз координативни механизам на нивоу Европске уније; интереси држава чланица не иду у правцу централизације буџета, који би имао функцију апсорбовања шокова прерасподелом средстава између држава чланица. Државе чланице нису склоне ни ка привременој, а посебно не трајној „трансферној унији“. Зато ова функција буџета, према Извештају пет председника, мора бити „кулминација процеса конвергенције и даљег уједињавања процеса одлучивања о националним буџетима... прецизан дизајн оваквих стабилизатора у Еврозони мора бити предмет продубљенијег рада“⁷⁰⁹. Извештај наводи у ком правцу се рад на механизму фискалне координације мора кретати:

- он не сме водити перманентним трансферима између држава или трансферима само у једном правцу, нити он може водити изједначавању дохотка између држава чланица (на супрот, механизам фискалног федерализма у Немачкој има ову другу функцију)⁷¹⁰;
- механизам не треба да смањи подстицаје здарвој фискалној политици на националном нивоу; да би се смањио морални хазард, он мора бити везан за испуњавање захтева економског упарвљања на нивоу Европске уније;
- оквир за реализацију предложеног механизма је Европска унија (у постојећем конституционалном склопу); „то гарантује да је он конзистентан са постојећим фискалним оквиром Европске уније и са процедурама за координацију економских политика“;

⁷⁰⁹ European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015, стр. 14.

⁷¹⁰ Michael D. Bordo, Agnieszka Markiewicz and Lars Jonung, *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, *NBER Working Paper 17380*, September 2011, стр. 16.

- механизам не треба да буде инструмент управљања кризама, пошто ту функцију врши Европски стабилизациони механизам; његова улога јесте да спречи појаву криза и омогући да су „будуће интервенције Европског стабилизационог механизма мање вероватне“⁷¹¹.

Основни недостатак предложених принципа регулисања функције финансијских стабилизатора јесте што оне не могу да превазиђу постојећи оквир националних надлежности у фискалној политици и стога је веома тешко остварити такву координацију која ће имати за резултат формирање одређене оријентације фискалне политике, која би могла да допринесе економском расту, јачању реалне конвергенције држава чланица и спречавању финансијских криза; другим речима, да пружи кејнзијанску алтернативу на нивоу монетарне уније постојећој монетаристичкој оријентацији политике Европске централне банке.

5.2.1.3. Монетарна политика

Централизована монетарна политика је федерални елеменат у дизајну монетарне уније. То је позиција која је омогућила Европској централној банци да игра активну, и по многим мишљењима, пресудну улогу у изласку монетарне уније из кризе, односно у спречавању разбијања Еврозоне⁷¹². Међутим, сам положај и пракса монетарне политике Европске централне банке изазивају озбиљне аналитичке замерке; другим речима, Европска централна банка није „света крва“ која није подложна критици.

Прво, Европска централна банка ради у специфичном вакууму, пошто нема институцију централизоване фискалне политике као свог контарпартнера у вођењу макроекономске политике; њене одлуке су самосталне и нису усаглашене са фискалном компонентом, тако да се не може говорити о укупној оријентацији макроекономске политике у Еврозони. „Европска централна банка је политички и

⁷¹¹ European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015, стр. 15.

⁷¹² Fritz Breuss, *Towards a New EMU*, *Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung Working Papers*, No. 447/2013, стр. 56.

сциојално `неукорењена`, зато што не може имати интеракцију са потпуно формираном европском владом, или чак са европским министром финансија, а да не говоримо о непостојећем европском јавном мњењу. Штавише, одсуство европске владе с којом би требало да има интеракцију не погађа само легитимност Европске централне банке, него и њену ефикасност⁷¹³. Евру „недостају политичке институције које су потребне за прилагођавање, када се новац отклоњен од националне контроле“⁷¹⁴

Друго, теоријска разматрања показују да је праћење само једног циља монетарне политике, какав је случај са Европском централном банком, и поред његове важности, недовољно за остваривање економског развоја и повећање запослености, пошто, по мишљењу неких теоретичара, делује дефлаторно⁷¹⁵. Неке друге централне банке имају као циљ монетарне политике и повећање запослености, чиме није угрожен циљ остваривања стабилности цена (на пример, Систем федералних резерви у САД). Европска централна банка следи стриктно анти-инфлатону оријентацију. Таква оријентација произилази из монетаристичког оквира који је постављен монетарној политици Европске централне банке. Криза је довела до својеврсног „отрежњења“ Европске централне банке, али остаје да се види колико ће промена оријентације монетарне политике имати за последицу економски раст, или су мере неконвенционалне монетарне политике и следствени раст биланса Европске централне банке само пролазни начин обезбеђења ликвидности банкарског система, без системских мера да повећана ликвидност доведе до економског раста. „Начин на који је Европска централна банка вршила операције пре кризе био је строго заснован на монетаристичком концепту централног банкарства, који је редуцирао централну банку на чувара инфлације потрошачких цена. Већ је инфлација финансијске активе била игнорисана, да се и не говори о системској финансијској стабилности, расту и запослености. Није стога

⁷¹³ Giandomenico Majone, *Rethinking European Integration After the Debt Crisis*, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 14.

⁷¹⁴ Kathleen R. McNamara, *The Forgotten Problem of Embeddedness - History Lessons for the Euro*, у: *The Future of the Euro*, Edited by Matthias Matthijs and Mark Bluth, Oxford University Press, Oxford, 2015, стр. 22.

⁷¹⁵ Kathleen R. McNamara, *Managing the Euro – The European Central Bank*, у: John Peterson and Michael Shackleton, eds., *Institutions of the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006 (pp. 169 – 190), стр. 180.

било изненађење да Европска банка није видела да долази криза. Почетком јула 2008. године, када је криза нестандартних обвезница у САД већ харала и неке од европских банака, као што је немачка ИКБ биле сломљене, Европска централна банка је одлучила да подигне своју каматну стопу на историјску висину од 4,25%. Изузетан случај слепила такве једне институције насупрот реалности. После колапса Лиман Брадерса, Европска централна банка направила је изненађујући заокрет⁷¹⁶.

Треће, политика јединствене централне каматне стопе, која је једини инструмент Европске централне банке доводи до неравномерне монетарне трансмисије оријентације монетарне политике у различитим државама чланицама, тако да не одговара конкретним условима економског стања у тим државама. На пример, „Немачкој, са ниском стопом раста, користиле би ниска каматна стопа коју утврђује Европска централна банка, док прегрејаној ирској привреди са текућим инфлаторним притиском би вероватно оправданије било да има вишу каматну стопу од оне коју утврђује Европска централна банка“⁷¹⁷ Политика „једног броја који одговара свима“ претвара се у политику „једног броја који не одговара никоме“⁷¹⁸; она делује тако што „води јачем буму у државама са бумом и јачој рецесији у рецесионим државама, него што би то било да нема монетарне уније“⁷¹⁹. Европска централна банка тек треба да формира механизам који би импулсе монетарне политике у условима квантитаивних олакшица претворио у импулсе стимулисања или дестимулисања економске активности у различитим државама чланицама, посебно што се налази на доњој граници каматне стопе (подсетимо се, централна каматна стопа од 16. марта 2016. године износи 0%)⁷²⁰, када је деловање

⁷¹⁶ Franziska Richter and Peter Wahl, *The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone*, WEED - World Economics, Environment & Development Association, Berlin, 2011, стр. 4.

⁷¹⁷ Kathleen R. McNamara, *Managing the Euro – The European Central Bank*, у: John Peterson and Michael Shackleton, eds., *Institutions of the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006 (pp. 169 – 190), стр. 180.

⁷¹⁸ Видети: Kathleen R. McNamara, *The Forgotten Problem of Embeddedness – History Lessons for the Euro*, у: *The Future of the Euro*, Edited by Matthias Matthijs and Mark Bluth, Oxford University Press, Oxford, 2015, стр. 28.

⁷¹⁹ Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Sovereign Debt Crisis*, KU Leuven Euroforum, Leuven, September 2014, стр. 12.

⁷²⁰ <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>.

класичних инструмената монетарне политике блокирано и прети активирање дефлационе спирале.

Четврто, Европска централна банка одговорна је и за стабилност финансијског система. То подразумева и идентификацију и спречавање прекомерне кредитне активности у појединим државама чланицама, као и идентификацију и контролу раста цена активе на финансијском и реалном тржишту. Иако се у кризном и посткризном периоду јављају наговештаји да Европска централна банка узима у обзир у првом стубу монетарне стратегије, економској анализи, и кретања на финансијском тржишту, укључујући и формирање шпекулативних мехурова, нема промене у основној парадигми, по којој монетарна политика треба да лечи последице прскања шпекулативних мехурова, а не да делује превентивно. Исто тако, Европска централна банка има на располагању већ постојеће инструменте монетарне политике, којима може да ограничава изузетан пораст кредитне активности, а то је обавезна резерва банака. „Европска централна банка није једино одговорна за стабилност цена, него такође и за финансијску стабилност. Финансијска криза која је избила у Еврозони 2010. године имала је порекло у ограниченом броју држава. Стога је важно да се Европска централна банка фокусира не само на системске агрегате, него и на то шта се дешава у појединим државама. Изузетно креирање банкарских кредита у бројним државама чланицама требало је такође да се појави на радарским екранима у Франфурту, и по којима је Европска централна банка требало да поступа“⁷²¹.

Шесто, демократски дефицит Европске централне банке повећан је у периоду кризе. У неком облицима активности на санацији презадужених држава чланица, она је доделила себи мандат да учествује иако те активности превазилазе њена статутарна овлашћења (нпр. учествовање у Тројци). Без обзира што је Суд правде Европске уније санкционисао неке од њених активности, пошто нема страх од промене свог правног положаја, Европска централна банка требало би да пажљиво одреди обим својих активности. Такође, транспарентност Европске централне банке мора бити повећана.

⁷²¹ Paul De Grauwe, *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document No. 346, May 2011, стр. 16 – 17.

Седмо, мора се наћи одговарајући механизам интеракције државног дуга и монетарне функције Европске централне банке. По члану 123. Уговора о функционисању Европске уније, она не може бити актер на примарном тржишту капитала, нити одобравати кредите владама. Државе Евразоне стога морају прибегавати емисијама на приватном тржишту капитала, укључујући и онда када је то тржиште дисфункционално, а посебно када се државе суочавају са кризама ликвидности. Због тога су истакнути захтеви да Европска централна банка учествује у финансирању буџета држава чланица. „То није револуционарни предлог. У САД, Јапану, великој Британији и многим другим државама централна банка одавно има улогу у финансирању државног буџета. Куповином грчких и португалских обвезница на секундарном тржишту капитала, Европска централна банка је направила корак у том правцу. Оно што је одређено као изузетак у периоду кризе требало би да се сматра да постане нормална политика. Наравно, има ризика, али дискусија под којим условима би Европска централна банка давала кредите јавним ентитетима је неопходна“⁷²². У постојећим условима, обезбеђивање ликвидности државама чланицама зависи од добре воље Европске централне банке. „Незамисливо је да ће државе чланице (посебно велике) прихватити да буду гурнуте у несолвентност док неизабрани службеници у Франкфурту имају моћ да то спрече, али одбијају да искористе ту моћ“⁷²³.

Наведени аргументи говоре у прилог потребе да се тријумфализам Европске централне банке, као важног фактора у савладавању криза, не претвори у монетарну диктатуру. То може изазвати дезинтеграционе процесе унутар Евразоне. „Штавише, у веома проширеној и растуће хетерогеној монетарној унији, чак и оригинални чланови Евразоне могу доћи до закључка да политика Европске централне банке више не одговара њиховим националним условима као што је то било пре проширења. То је стога што ће старије државе чланице, много више него данас, бити у заостатку, израженом кроз инфлацију и производ, у поређењу са просеком на који мора да се фокусира Европска централна банка. Као последица

⁷²² Franziska Richter and Peter Wahl, *The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone*, WEED - World Economics, Environment & Development Association, Berlin, 2011, стр. 17.

⁷²³ Paul De Grauwe, *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document No. 346, May 2011, стр. 19.

тога, старије чланице могу схватити да је рачун користи и губитака из монетарне уније постао мање повољан⁷²⁴

5.2.3. Монетарна интеграција и политичка трансформација Европске уније

Финансијска криза, која је погодила целину Европске уније и криза јавног дуга Еврозоне, решаване су сложенем комбинацијом консолидације постојећих и креирања нових институција и процедура у оквиру ова два облика интеграције. Суштина конституционалног аранжмана Еропске уније остала је непромењена. Међути, само што су постигнути почетни процеси консолидације, отворена је нова криза, са могућим конституционалним, политичким и економским последицама, захтевом Велике Бритааније за редефинисањем односа у Европској унији. Поново су отворена питања даљег развоја европске интеграције, која су пратила и решавање финансијске кризе и кризе јавног дуга Еврозоне, али су биле пригушене прагматичним решавањем обеју криза у оквиру оснивачких уговора. Овога пута, могућност конституционалних промена, која прати захтеве Велике Британије, отвара и питања дубљих реформи, односно изазива низ предлога могућих решења у даљем кретању интеграције. Економске кризе активирале су егзистенцијални страх од распада Европске уније и постојећег модела интеграције („Светска финансијска криза која је избила 2008. године одиграла је улогу ненамерног убице европске интеграције⁷²⁵”), а криза везана за могући излазак Велике Британије из Еврозоне, на основу референдума који ће бити одржан 23. јуна 2016. године, отвара пут интеграције који, судећи по доступним реаговањима, може кретати у два правца: одржање статуса кво или формирање у оквиру Европске уније политичке уније која би обухватала економску, монетарну и фискалну унију, а сама Европска унија остала би специфични облик сложене државне организације.

Пре истраживања могућих праваца развоја Европске уније, требало би се укратко осврнути на њен карактер сложене државне заједнице. Према мишљењу

⁷²⁴ Giandomenico Majone, Rethinking European Integration After the Debt Crisis, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 12.

⁷²⁵ Слободан Самарџић, Европска унија између кризе и дезинтеграције, *Право и друштво*, 2012/1, (стр. 9–26), стр. 23.

једног од истакнутих теоретичара федерализма, Мајкла Барцеса (Michael Burgess) „данас нема јединствене, опше омнибус теорије европске интеграције која би објаснила сложену емпиријску реалност која је Европска унија. Она у много важних обележја остаје интелектуална загонетка“⁷²⁶. Овај аутор дефинише Европску унију на неколико нивоа: она уобличава политичке процесе кроз „коегзистенцију уочљивих наднационалних, федералних, конфедералних и међувладних обележја, може се рећи често и некомфорно, у перманентној међусобној игри и реципроцитету“⁷²⁷; са становишта институционалних надлежности, Европска унија је „еволутивна, високо децентрализована, федерална унија држава и грађана, са ограниченом али значајним јавним дужностима, обавезама и одговорностима, која је заснована на `јединству различитости`“⁷²⁸. Проблем с којим се сусреће анализа карактера Европске уније, по мишљењу овог аутора, јесте да она „није ни риба ни девојка. У једном нарочитом смислу – оном који се у односима између држава карактерише као међувладин начин – Европска унија је јасно лоцирана у свет међународних односа који је комотно класификује као конфедерацију; док се у другом смислу – супранационализма – логика европске интеграције чини се да уобличава трансценденцију и трансформацију националне државе у нову, свеобухватну, мултинационалну федерацију. Овде она може бити федерација постојећих, углавном зрелих, националних држава. Можемо сагледати да је она, замишљена на овај начин, логично нови федерални модел, и кроз њене успостављене саставне делове и њену јединствену комбинацију федералних и конфедералних елемената“⁷²⁹. Став да је Европска унија „изузетно лабава федерација“ заступа Ендрју Моравчик, али да је она „нешто квалитативно различито од постојећих федералних система“ и да се пре може дефинисати као „посебна врста ограничене конституционалне политичке заједнице на више нивоа, остварене у специфичном социјалном и историјском контексту“⁷³⁰. На истом трагу

⁷²⁶ Michael Burgess, *Comparative Federalism – Theory and Practice*, Routledge, London, 2006, стр. 246.

⁷²⁷ Michael Burgess, *Comparative Federalism – Theory and Practice*, Routledge, London, 2006, стр. 232.

⁷²⁸ Michael Burgess, *Comparative Federalism – Theory and Practice*, Routledge, London, 2006, стр. 238.

⁷²⁹ Michael Burgess, *Comparative Federalism – Theory and Practice*, Routledge, London, 2006, стр. 246.

⁷³⁰ Andrew Moravcsik, 'Federalism in the European Union: Rhetoric and Reality' у: K. Nicolaidis and R. Howse (Eds), *The Federal Vision: Legitimacy and Levels of Governance in the United States and the European Union* (Oxford: Oxford University Press, 2001), стр. 163 – 164.

је и Лери Сајдентоп (Larry Siedentop), сматрајући да је Европа можда у покушају „проналаска новог политичког облика, нешто више од конфедерације али мање од федерације – асоцијација суверених држава које уједињују своју сувереност само у веома ограниченим областима у различитом степену, асоцијација која не тражи да има снагу принуде да директно утиче на појединце на начин на који то чини национална држава“⁷³¹.

Из наведених дефиниција произилази да Европска унија није федерална држава; највише што се може рећи о њеном карактеру као политичке заједнице јесте да је она облик скривеног федерализма („Процес изградње сложене политичке заједнице под маском економске интеграције и у сенци неразрешене дилеме политичког финалитета називамо *скривеним федерализмом*“⁷³²). Она не може бити облик потпуне политичке заједнице, јер нема конститутивни демос, односно грађани не конституишу Европску унију – она није унија грађана, него унија држава, које су „господар уговора“. Њен „политички финалитет“ (не)одређен је преамбулом оснивачких уговора и изражен у поставци да се „настави процес стварања све тешње уније између народа Европе“; овај став се обично тумачи као тежња за стварањем политичке уније. Тек са стварањем политичке уније, која би у случају европске интеграције националних држава подразумевала федеративну државу, монетарне уније нашла би свој генерички израз, потпуно остварење, у смислу веће наведеног појма монетарне интеграције који је формулисао Бела Баласа.

Обележја постојећег модела интеграције, који је уобличен у Европској унији даје професор Слободан Самарџић: „1) довршено заједничко тржиште са комунитарним, фактички квазифедералним, начином управљања; 2) сарадња држава чланица у области спољне политике и безбедности са међувладиним моделом одлучивања и спровођења одлука; 3) успостављање монетарне уније са

⁷³¹ Larry Siedentop, *Democracy in Europe*, London 2000, стр. 1. Цитирано код: Jurgen Habermas, Why Europe Needs a Constitution? *New Left Review*, Sept / Oct. 2001, стр. 5.

⁷³² Бојан Ковачевић, *Скривени федерализам –Федералистичко искуство у европским интеграцијама*, Албатрос плус, Београд, 2013, стр. 20.

мешовитим централистичко-нецентралистичким управљањем новцем, каматом и ценама, с једне и економским политикама, с друге стране⁷³³.

Пошто се питања будућег развоја Европске уније концентришу око односа јединственог (заједничког) тржишта и монетарне уније, односно око тзв. „првог стуба“ Уније, даља разматрања ће се углавном концентрисати на кретање Европке уније у правцу могућих модела организовања, квазифедералистичког и /или федералистичког модела. По речима професора Самарцића, „или ће се унутар ЕУ створити политичка унија која ће омогућити солидну економску и монетарну унију, или ће ниво интеграције бити заустављен (фактички бити враћен) на степену заједничког тржишта који не подразумева ни монетарну ни политичку унију“⁷³⁴. Да ли ће превладати овај сценарио искључивости, или су могући и прелазни облици интеграције, показатељ развој интеграције у не тако далекој будућности, анализа која следи треба да покаже како обележја ових модела, тако и могућих других модела развоја Европске уније утичу на развој монетарне интеграције, односно статус и обележја модела монетарне уније. Како истиче Мајоне, „у постојећим околностима, не ортогенеза (како биолози називају еволуцију у правој линији), него еволуција са неколико побочних гранања чини се да је одговарајући модел анализе“⁷³⁵.

5.2.3.1. *Модел делимичне реформе Европске уније*

Делимичне реформе заснивају се на захтеву Велике Британије за „новим спотразумом“ (енгл. New Settlement) у Европској унији, са циљем да се раздвоји процеси даљег развоја јединственог тржишта и монетарне интеграције. С обзиром да је у оквиру Европског савета са Великом Британијом усаглашен „сет аранжмана“ односно обим реформи, који ће „ступити на снагу оног датума када

⁷³³ Слободан Самарцић, Европска унија између кризе и дезинтеграције, *Право и друштво*, 2012/1, (стр. 9–26), стр. 3.

⁷³⁴ Слободан Самарцић, Европска унија између кризе и дезинтеграције, *Право и друштво*, 2012/1, (стр. 9–26), стр. 17.

⁷³⁵ Giandomenico Majone, Rethinking European Integration After the Debt Crisis, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 26.

влада Велике Британије информисе генералног секретара Савета да је Велика Британија одлучила да остане члан Европске уније⁷³⁶, односно ако исход референдума од 23. јуна 2016. буде такав, у даљем тексту ће се размотрити аргументи предложених реформи интеграције у светлу захтева Велике Британије и могућих сценарија негативног исхода референдума по економску и монетарну интеграцију.

Реформе су инициране унутрашње-политичким разлозима у Великој Британији, односно притиском тзв.евро-скептика да се редефинишу односи ове државе са Европском унијом⁷³⁷. Први министар, Дејвид Камерон, јануара 2013. године⁷³⁸, образложио је позицију Велике Британије у неколико основних области односа са Унијом:

- за Велику Британију, „Европска унија је средство за постизање циља: просперитета, стабилности, сидро слободе и демократије и у Европи и изнад њених обала – а не средство по себи“; ова земља не прихвата да се интеграција креће у правцу „све тешње уније“ и тражи да се у оснивачким уговорима назначи да такав циљ не важи за Велику Британију;
- еволуција процеса интеграције од јединственог тржишта ка монетарној унији не одговара разлозима због којих је Велика Британија прихватила чланство у Европској унији; „нема преовлађујућег економског разлога зашто би јединствена валута и јединствено тржиште делили исте границе“; реформе монетарне уније не би требало да наруше интегритет јединственог тржишта нити да доведу до дискриминације према државама које нису чланице Евразоне: „ми смо породица демократских нација, сви смо чланови једне Европске уније, чија је суштинска основа јединствено тржиште, а не јединствена валута“;

⁷³⁶ European Council meeting (18 and 19 February 2016) – *Conclusions*, Brussels, 19 February 2016 (OR. en), стр. 1.

⁷³⁷ Christina Hull, *Opening Pandora's Box - David Cameron's Referendum Gamble on EU Membership*, Yale University Department of Political Science, April 21, 2014.

⁷³⁸ David Cameron's EU speech - full text, *The Guardian*, January 23, 2013.

- Европска унија мора бити флексибилна у даљим процесима интеграције и принцип „једна величина одговара свима“ није прихватљив у интеграционим процесима. Унија већ показује обрасце „варијабилне геометрије“: број држава које прихватају евро и оних које су ван Евразоне се разликује; у Шенгенском систему узеле су учешће све државе чланице, сем велике Британија и Ирске, а приступиле су му и неке друге европске државе; неке државе чланице учествују у војним акцијама, а неке не учествују. Због тога, оснивачки уговори морају посебно нагласити могућност да државе прихватају различите нивое интегрисаности сагласно својим интересима, „дајући слободу онима који желе да иду даље, брже, да то и учине, без задржавања од стране других“;
- Европска унија показује кризу конкурентности на светском тржишту и пројекције развоја показују да ће њен друштвени производ пасти за трећину у наредне две деценије. Разлози су унутрашње природе и захтевају дубље реформе, посебно у области тржишта рада, дигиталне економије, енергетике, услуга; „као што је канцеларка Ангела Меркел рекла, ако Европа данас обухвата 7% светског становништва, производи око 25% глобалног друштвеног производа, а мора да финансира 50% светске потрошње у социјалној области, онда је очигледно да мора да напорно ради да одржи свој просперитет и начин живота“;
- Европска унија мора повратити демократски легитимитет институција. „Постоји растуће незадовољство тиме што се Европска унија види као нешто што је дато људима, уместо да делује у њиховом интересу...код људи расту фрустрације да одлуке које се доносе све даље и даље од њих значе да је њихов животни стандард угрожен кроз наметнуту штедљивост или се њихови порези користе да санирају државе чанице“. Демократска одговорност се враћа кроз растућу улогу националних парламената, који треба да спрече доношеће законодавства на нивоу Уније који су противни њиховим интересима. „По мом мишљењу, не постоји јединствени европски демос. У националним парламентима је, и

остаће, прави извор реалне демократске легитимације и одговорности у Европској унији“.

Иницијатива за реформе формално је покренута Камероновим писмом Доналду Туску (Donald Tusk), председнику Европског савета, 10. новембра 2015. године⁷³⁹. Иницијатива је обухватала предлоге у неколико области:

(1) *економско управљање у Европској унији* не треба да дискриминише државе чланице које нису прихватиле евро и зато је важно да се у процесу интеграције поштују следећи принципи:

- европска унија има више од једне валуте,
- не сме бити дискриминације или давања предности било ком бизнису на бази валуте матичне државе,
- интегритет јединственог тржишта мора бити очуван,
- било коју промену Еврозона одлучи да учини, као што је стварање Банкарске уније, мора бити добровољно за државе ван Еврозоне, никад обавезно,
- порески обвезници у државама ван Еврозоне не треба никада да буду финансијски обавезни за операције које подржавају евро,
- као што су финансијска стабилност и супервизија постале кључне области надлежности институција Еврозоне као што је Европска централна банка, тако су и финансијска стабилност и супервизија кључне надлежности за националне институције као што је Бенк ов Ингланд за државе ван Еврозоне,
- свако питање које се тиче свих држава чланица мора бити размотрено и одлучено од стране свих држава чланица.

(2) *конкурентност Европске уније* треба да буде ојачана мерама за развитак дигиталне и енергетске уније, као и смањивањем административних трошкова пословања преузећа укидањем непотребних процедура.

⁷³⁹ A New Settlement for the United Kingdom in a Reformed European Union, *Letter of the Prime Minister David Cameron*, 10 Downing Street, London, 10 November 2015.

(3) *суверенитет држава чланица* треба да буде ојачан увођењем у оснивачке уговоре три нова принципа: прво, да се кретање ка „све ближеј унији“ не односи на Велику Британију („желим да се то учини на формалан, правно обавезујући и неповратан начин“), друго, да се оснажи право националних парламената да зауставе усвајање непожељног законодавства Уније и треће, да се поштује правило супсидијерности у надлежностима Уније, а посебно да је национална безбедност искључиво право државе чланице.

(4) *политика имиграције треба* да ограничи неконтролисан прилив радника из других држава чланица Европске уније и право коришћења националних система социјалне заштите.

Реформски предлози пошли су од основе постојећег положаја Велике Британије у Унији, који је у много аспеката специфичан, и имали су неколико скривених мотива. У постојећој уговорној конструкцији Европске уније, Велика Британија има „излазне клаузуле“ у односу на Еврозону (укључив и неприхватање евра и неучествовање у Банкарској унији), Фискални пакт, Шенгенски споразум, велики део одредаба које се односе на полицијску сарадњу и сарадњу у кривичним стварима, опцију да учествује или не у областима слободе, сигурности и правосуђа, као и изузеће од пресуда Суда правде Европске уније у области Повеље о основним правима и право на буџетски рабат. „Као резултат ових специјалних аранжмана, Велика Британија је већ изван оних активности које јој се не свиђају, док остаје у онима које јој се свиђају, наиме у јединственом тржишту и општим политичким расправама. То води на стратешком нивоу ономе што се зове `најбоље од оба света`, унутра и ван у исто време“⁷⁴⁰. Скривени мотиви британског захтева огледају се у жељи да се заштити доминантан положај Лондона као финансијског центра, односно лондонског Ситија, у коме се обавља велики обим трансакција изражених у еврџу и функционише значајна финансијска инфраструктура. Ту је и жеља да се заштити сектора финансијских услуга у целини, који може бити угрожен даљим продубљивањем интеграције у оквиру монетарне уније. Велика Британија је

⁷⁴⁰ *Britain's Future in Europe - The known Plan A to remain or the unknown Plan B to leave*, Edited by Michael Emerson, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, Rowman and Littlefield International, London, 2016, стр. 8.

највећи светски извозник финансијских услуга на свету. Крајем 2013. године, финансијске услуге и осигурање запошљавали су преко 1,1 милион људи; 80% фондова ризичног капитала и 70% друштава за управљање приватним портфолијима пословало је у Лондону. Три четвртине прихода по основу тржишта капитала и инвестиционог банкарства у Европи стиче се у Лондону; Велика Британија има четврти највечи светски банкарски систем и око 41% операција на светским девизним тржиштима реализује се у Лондону⁷⁴¹. Друго, велика Британија има највише иностраних инвестиција из трећих земаља, које имају у виду пласман на јединствено европско тржиште, тако да је више заинтересована за интегритет јединственог тржишта, уз могућност да управља девизним курсем фунте у циљу стицања конкурентске предности на том тржишту.

На састанку Европског савета, 18 – 19 фебруара 2016. године, усаглашене су реформа Уније у правцу захтева Велике Британије; текстови оснивачког уговора који ће укључити неке од договорених реформи, биће измењени приликом прве ревизије. Треба нагласити да конституционална структура Европске уније није промењена и стога се у споразуму изричито напомиње да је он у оквиру Уније⁷⁴². Које су реформе договорене?

У области *економског управљања*: државе које су уговориле излазну клаузулу могу усвојити евро на добровољној бази а државе чланице које то нису и даље остају у обавези да се крећу ка усвајању евра; институције Уније и државе чланице ће „олакшати коегзистенцију различитих перспектива унутар јединственог институционалног оквира и неће бити дискриминација држава по основу припадања или неприпадања Еврозони; правни акти Уније усмерени на продубљавање интеграције у Еврозони, као и међудржавни споразуми држава чланица Еврозоне неће утицати негативно на јединствено тржиште; Банкарска унија примењиваће се само на државе чланице које је прихвате, а јединствена књига банкарских правила на читавој територији Уније; ванредне и кризне мере које се односе на финансијску стабилност Еврозоне, неће имати за последицу

⁷⁴¹ House of Lords, European Union Committee, *The Post-Crisis EU Financial Regulatory Framework: do the pieces fit?* London, February 2015, стр. 74.

⁷⁴² European Council meeting (18 and 19 February 2016) – *Conclusions*, Brussels, 19 February 2016 (OR. en), стр. 9.

ангажовање буџета држава чланица изван Еврозоне; рад Еврогрупе поштоваће интегритет Савета, тако да ће у разматрању питања која се односе на евро учествовати сви министри, а гласаће само министри држава Еврозоне.

У области *јачања конкурентности* Уније, договорено је да се смање административни трошкови примене постојећих прописа и да се регулатива побољша, као и да се укине неадекватна регулатива, а наставиће се рад на закључивању трговинских споразума са трећим државама.

У области *суверености*, не сматра се обавезним кретање „ка све ближеј унији“, нити ова одредба може бити основ за ширење надлежности Уније; „позивање на све ближеј унију између народа је стога компатибилно са различитим путевима интеграције који су доступни различитим државама чланицама и не приморавају све државе чланице да теже заједничкој дестинацији“, на основу тога се признаје Великој Британији „да није обавезна на будућу политичку интеграцију у Европску унију“; јача се улога националних парламената тако да они могу стопирати доношење закона који им не одговарају, уколико то тражи већина држава која обухвата најмање 55% становништва Уније.

Најзад, у области *слободе кретања рада* и социјалних бенефиција, договорен је механизам заштите од прекомерног прилива миграната из других држава, као и социјалних система, посебно од новопридошлих радника и радно неактивних миграната; усвојено је индексирање помоћи деце радника на привременем раду у другој држави трошковима живота у држави у којој живе; договорене су мере против злоупотребе права на боравак⁷⁴³.

Као што је већ напоменуто, ове реформе ступиће на снагу у случају да се на референдуму изгласа останак Велике Британије у Европској унији; Унија ће функционисати и даље на постојећи начин, односно кроз мешавину националних (фискална политика), конфедералних (јединствено тржиште) и федералних елемената (монетарна унија). Реформским принципима отворен је пут даљем продубљавању монетарне уније, али тај процес се мора одвијати у границама усвојених реформи и уз поштовање интегритета јединственог тржишта. Јасно је да

⁷⁴³ European Council meeting (18 and 19 February 2016) – *Conclusions*, Brussels, 19 February 2016 (OR. en), стр. 12 – 21.

у таквим условима мора поново долазити до институционалних криза, па и финансијских криза, с обзиром на могућу конфузију надлежности у области фискалне политике и јединственог тржишта, посебно тржишта финансијских услуга, који су битни за доношење одлука о монетарној политици (фискални систем) и за трансмисију тих одлука (финансијско тржиште).

У случају изласка Велике Британије из Европске уније, правна процедура је јасна и садржана је у члану 50. Уговора о Европској унији, о чему је већ било речи у случају могућег изласка Грчке из Еврозоне. Као и у случају Грчке, економске и политичке последице остају непознаница. Током чланства у Европској унији (од 1. јануара 1973. године до данас), Британија је прихватила правну баштину Уније од око 5.000 уредаба, директива и одлука везаних за унутрашње тржиште и око 1.100 међународних уговора између Европске уније и трећих држава⁷⁴⁴. Највећи број студија о економским односима Велике Британије и Европске уније показује да је интеграција оботрано корисна: да је бруто друштвени производ оба ентитета већи него што би био да нема интеграције⁷⁴⁵, са изузетком две студије. У једној од њих су израчунавани трошкови скретања трговине у условима економске интеграције и структурних политика Европске уније, укључив јединствено тржиште и заједничку пољопривредну политику, који су за Велику Британију негативни и износе -3% бруто друштвеног производа, а за остале државе чланице -2% бруто друштвеног производа⁷⁴⁶; друга студија процењивала је трошкове регулације у Европској унији и пронашла да је Велика Британија изгубила 10% бруто друштвеног производа чланством у Унији⁷⁴⁷. Треба, такође, имати у виду да су стопе раста бруто друштвеног производа у државама чланицама Уније које нису у Еврозони више у кризном и посткризном периоду од стопа раста држава чланица Еврозоне, што је био још један од (скривених) аргумената у захтеву Велике Британије за реформама.

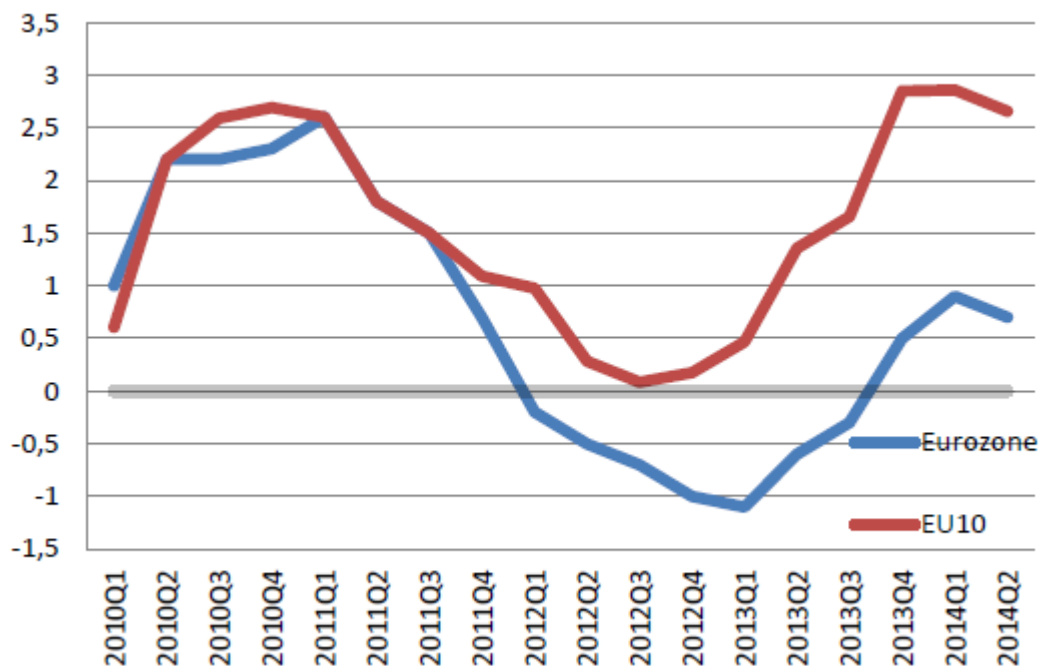
⁷⁴⁴ *Britain's Future in Europe - The known Plan A to remain or the unknown Plan B to leave*, Edited by Michael Emerson, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, Rowman and Littlefield International, London, 2016, стр. 13.

⁷⁴⁵ HM Government, *Review of the Balance of Competences between the United Kingdom and the European Union - Single Market*, Crown Copyright, London, July 2013, стр. 38, 61 – 72.

⁷⁴⁶ Minford, P., V. Mahambare & E. Nowell, *Should Britain Leave the EU – An Economic Analysis of a Troubled Relationship*, Edward Elgar/Institute of Economic Affairs, Cardiff, 2005.

⁷⁴⁷ Congdon, T., *How much does the EU cost Britain?* (2012 edition), <http://www.timcongdon4ukip.com>

Графикон 5.2. Стопе раста бруто друштвеног производа у државама чланицама Европске уније, 2010 - 2014



Извор: Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Debt Crisis*, KU Leuven Euroforum, Leuven, September 2014, стр. 16.

Процене енглеских привредника су да у случају изласка из Уније, Велика Британија не би надиокнадила губитак друштвеног бруто производа у наредних 15 година. На основу тога, оцена привредника (80% чланова коморе индустријалаца) јесте да је останак у Европској унији најбоља варијанта за привреду Велике Британије⁷⁴⁸

На основу наведених сумарних података, бирачу ће бити тешко да се одлучи на референдуму о опстанку Велике Британије у чланству у Европској унији. Поготово стога што су „европска питања“ на зачељу интереса бирача. Једно

⁷⁴⁸ Speech: *Brexit – the Business View*, The lecture delivered at London Business School by Carolyn Fairbairn, CBI Director-General and Rain Newton-Smith, CBI Director of Economics, Confederation of British Industry, London, 2016.

истраживање бирача у 2012. години показало је да само 6% одговора сматра Европу као најважније питање с којим се суочава ова земља, док је 67% дало приоритет економији, 35% незапослености, а око 20% имиграцији и расним односима⁷⁴⁹.

Анализе сценарија могућег изласка Велике Британије из Европске уније дају предност њеном останку у (реформисаној) Унији⁷⁵⁰. Друге алтернативе, ко што су стицање статуса које имају државе чланице Европске економске области (ЕЕА), који би био најближе захтеву да буде члан јединственог тржишта али без монетарне интеграције, подразумевале би да Британија мора примењивати прописе и правила Европске уније у чијем доношењу није учествовала; процењује се да таква алтернатива не би економски одговарала Великој Британији⁷⁵¹. Са политичког становишта, највећа опасност изласка види се у могућности да Шкотска покрене поступак отцепљења у случају негативног гласања на референдуму (уколико Шкотска гласа позитивно, за останак у Европској унији).

5.2.3.2. *Модел суштинске реформе Европске уније*

Продубљавање процеса монетарне интеграције, односно свака суштинска реформа монетарне уније, подразумева и суштинску реформу Европске уније. Ако логика економског интереса, као што смо видели, говори у прилог останка Велике Британије у Европској унији, тако иста логика („логика тржишта“) говори у прилог консолидације достигнутог степена монетарне интеграције, односно монетарне уније. Консолидација ће се кретати у правцу отклањања препрека које су се манифестовале у финансијској кризи и кризи јавног дуга Еврозоне, како би се отклонило могуће понављање криза. На садашњем степену монетарне интеграције, ове препреке се јављају у облику децентрализоване фискалне политике,

⁷⁴⁹ Matthias Matthijs, David Cameron's Dangerous Game, *Foreign Affairs*, Sept/Oct 2013, стр.3.

⁷⁵⁰ European Parliament, *United Kingdom's Renegotiation of its Constitutional Relationship with the EU: Agenda, Priorities and Risks*, Brussels, December 2015.

⁷⁵¹ *Britain's Future in Europe - The known Plan A to remain or the unknown Plan B to leave*, Edited by Michael Emerson, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, Rowman and Littlefield International, London, 2016, стр. 15 – 17.

координативног приступа економској политици, децентрализованом регулисању финансијског тржишта и ограничења кретању рада унутар интеграционог подручја.

Очигледно је да је постојећи оквир интеграције недовољан за отклањање наведених препрека. Пред Европском унијом су два пута: или тестирање постојећег институционалног склопа, описаног у претходном одељку, до прве велике кризе која се може појавити, или формирање политичке уније, као логичног завршног оквира монетарне интеграције. На овом месту могу се тестирати идеје везане за формирање политичке уније, с обзиром да су дуже присутне у теоријским разматрањима и политичким дискурсима у Еврозони и Европској унији као целини.

Прво, логика интеграције намеће да се политичка унија формира на основу економске интеграције. С обзиром на степен достигнуте зрелости јединственог тржишта, оно је адекватна основа за економску интеграцију. Враћање процеса интеграције, укључив и монетарну интеграцију, на ниво заједничког тржишта, не би имало економског оправдања, јер би тржишна логика поново поставила захтев за монетарном интеграцијом.

Друго, политичка интеграција мора бити јасно дефинисан циљ, коме се прилагођава институционална основа такве уније. Захтев Велике Британије да буде изузета чак и из тако широко дефиницаног циља: све тешње уније, открива могућност јасног дефинисања економског и политичког процеса интеграције; „оно што је јасно, то је, у сваком случају, да нити монетарне криза, нити шира криза легитимитета европског пројекта не може бити разрешена све док циљеви пројекта остају неодређени“⁷⁵².

Треће, политичка унија као своју економску садржину има, на бази јединственог тржишта роба, услуга, људи и капитала: јединствену економску политику, јединствену фискалну политику и јединствену монетарну политику. Подела надлежности између политичке уније и држава чланица у оквиру ове економске садржине ствар је конкретног модела организације политичке уније.

Четврто, монетарна унија у политичкој унији налази свој завршни облик.

⁷⁵² Giandomenico Majone, Rethinking European Integration After the Debt Crisis, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 18.

У ком облику се садашња Европска унија може трансформисати у политичку унију?

Уколико Велика Британија остан члан Европске уније, политичка унија може бити могућа само као облик „варијабилне геометрије“, односно као облик организације држава чланица Уније које то желе. Природно решење било би да то буду државе чланице које испуњавају критеријуме оптималне валутне области или, ако се напусти стриктно поштовање те теорије, државе чланице Еврозоне, са могућношћу приступања и других држава чланица Европске уније. „Руководни принцип треба увек да буде да свако ново обавезивање мора бити праћено одговарајућим материјалним и нормативним ресурсима. То значи да стратегија свршеног чина – која је водила, између осталог, усвајању монетарне уније пре него што је био било какав споразум о политичкој унији или чак о тешњој фискалној координацији – мора бити напуштен једанпут за свагда“⁷⁵³.

Политичка унија представљала би „језгро Европе“, по Хабермасовој визији⁷⁵⁴ и, без обзира што би импликација њеног формирања била „озбиљна диференцијација Уније на језгро и периферију“, она би носила у себи демократски потенцијал. Политичка унија, којој Хабермас даје назив Евроунија, заснивала би се на постојећим институцијама Европске уније, али би проблем демократског дефицита био превазиђен тиме што би Европски парламент имао пуну законодавну надлежност заједно са Саветом, интеграцијом Европског савета у Савет министара и трансформацијом Комисије у владу Евроуније, која би једнако одговарала првим двема институцијама. „Са таквом трансформацијом Уније у наднационалну политичку заједницу која задовољава демократске стандарде, принцип једнакости држава и једнакости грађана добили би исти значај. Демократска воља два уставотворна субјекта била би одражена и у симетричном учешћу ова два `дома` у законодавном процесу и у симетричном статусу Паламента и Савета у односу на

⁷⁵³ Giandomenico Majone, *Rethinking European Integration After the Debt Crisis*, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 29 – 30.

⁷⁵⁴ Jürgen Habermas, *Demokratija, solidarnost i evropska kriza*, *Peščanik*, 12. 05. 2013.

извршну власт⁷⁵⁵. У овој конструкцији, политичка унија била би демократска творевина, у којој би власт делиле државе и грађани.

Хабермасов концепт политичке уније укључује потпуну трансформацију постојеће Европске уније (у суженом облику); она би могла бити редефинисана и закључивањем новог уговора о унији, на постојећој институционалној основи⁷⁵⁶. Други аутори виде политичку унију као природни резултат еволуције Еврозоне, без негирања Европске уније као њене основе. На пример, Слободан Самарџић примећује: „Ако евро треба да опстане, потребна је ужа концентрација држава чланица евро-зоне (ужа од постојеће) која ће бити политички спремна и институционално у стању да сачува кредибилност валуте“⁷⁵⁷. Конкретнији модел, међутим, разрадио је Пол Де Хроув, полазећи од хипотезе да „нема евра без политичке уније“. Он сматра да „једино управљање које може бити одрживо у Еврозони јесте оно у коме влада Еврозоне, подржана Европским парламентом, стиче моћ да опорезује и троши. Ово ће такође бити и влада која ће имати надмоћ над централном банком у периоду кризе а не обрнуто. Друкчије речено, Еврозона се једино може одржати ако је укорењена у фискалној и политичкој унији“⁷⁵⁸. Овај модел, дакле, не подразумева конституисање посебног парламента Еврозоне, али подразумева постојање посебне владе Еврозоне, која би имала надлежност формулисања економске и фискалне политике. Фискална политика би почивала на два основа: прво, консолидацији јавних дугова држава чланица и емисији јавног дуга у еврима, чиме би се заштитиле државе чланице од дејства финансијског тржишта, а монетарна унија од тешкоћа, а влада би била би саговорник Европској централној банци у случају кризе (ради обезбеђења ликвидности). Друго, делимично би били централизовани буџети држава чланица, тако да би централни буџет могао да игра улогу фискалног стабилизатора, односно могао би да трансферише средства у државе чланице погођене екстерним шоковима; овакав

⁷⁵⁵ Jürgen Habermas, *Democracy in Europe - Why the Development of the European Union into a Transnational Democracy is Necessary and How it is Possible*, ARENA Working Paper 13, Oslo, December 2014, стр. 10 – 11.

⁷⁵⁶ Jürgen Habermas, *Demokratija, solidarnost i evropska kriza*, *Peščanik*, 12. 05. 2013.

⁷⁵⁷ Слободан Самарџић, *Европска унија између кризе и дезинтеграције*, *Право и друштво*, 2012/1, (стр. 9–26), стр. 24.

⁷⁵⁸ Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Debt Crisis*, KU Leuven Euroforum, Leuven, September 2014, стр. 21.

механизам, по мишљењу Де Хроува је „нужан за очување монетарне уније, као што је нужан и за очување националне државе. Без минималне солидарности (што је овај механизам осигурања), ни једна унија не може преживети“⁷⁵⁹.

Радикалнији приступ заступа француски председник, Франсоа Оланд (François Hollande), који ради јачања отпорности на кризу Еврозоне предлаже формирање владе, парламента и посебан буџет: „оно што нам прети није више Европе, него недовољно ње“⁷⁶⁰; текст је написан поводом 90. рођендана Жака Делора, јуна 2015, и предлог није детаљније разрађен, али се може закључити да му је идејни творац сам Делор. У сваком случају, он одржава могућ правац размишљања у једној од најутицајнијих држава чланица Еврозоне.

Монетарна унија у оквиру политичке уније подразумева централизацију вођења економске политике. Ова централизација није сама по себи циљ; она мора да оствари најмање два дугорочна резултата: прво, подизање конкурентности привреде политичке уније на светском тржишту и друго, остваривање реалне конвергенције привреда држава чланица. Монетарна унија такође претпоставља централизацију управљања фискалном политиком⁷⁶¹, као и буџет који може деловати у функцији аутоматског стабилизатора, а то значи и увођење елемената социјалне функције. Ова централизација претпоставља с једне стране, дефинисање принципа и обима фискалног федерализма⁷⁶² а, са друге, успостављање централне институције фискалног управљања, било самосталног (министарство финансија) или у оквиру Комисије (влде). Такође, морао би се успоставити капацитет задуживања централне институције финансијског управљања, односно емисије обвезница изражених у еврима. Супротно највећем броју предлога, који сматрају да

⁷⁵⁹ Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Debt Crisis*, KU Leuven Euroforum, Leuven, September 2014, стр. 21.

⁷⁶⁰ François Hollande : "Ce qui nous menace, ce n'est pas l'excès d'Europe, mais son insuffisance", *Journal de Dimanche*, 19 juillet 2015.

⁷⁶¹ Упоредити: Fritz Breuss, *Towards a New EMU*, *WIFO Working Papers*, No. 447, March 2013, стр. 39.

⁷⁶² Michael D. Bordo, Agnieszka Markiewicz and Lars Jonung, *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, *NBER Working Paper 17380*, September 2011, стр. 25 – 27.

је најбитнија, у функцији задуживања, емисија дугорочних обвезница⁷⁶³, сматрамо да је далеко важнија функција емисије краткорочних државних обвезница изражених у еврџ (Euro Bills): ове обвезнице могу служити као средство држања ликвидности у Еврозони, али и у светским финансијским токовима (као улагање девизних резерви), што би допринело како нормалној трансмисији монетарне политике унутар Еврозоне, тако и подизању кредибилитета евра као светске валуте.

Под претпоставком да се задржи постојећи модел централизације монетарне политике (са нужним оперативним прилагођавањима) и да се уведе централизовано вођење економске и фискалне политике, „крџ“ кога би представљала политичка унија морао би да реши два питања: прво, демократског легитимитета и друго, имплементацију политика. Замерке демократском легитимитету институција са делегираним овлашћењима су озбиљне, посебно услед делегитимизације до које је дошло као последица (технократског) решавања криза. Релегитимизација институција треба да поштује два принципа⁷⁶⁴: да се одговорност веже за ниво доношења одлука и да ниво демократске легитимности одговара степену преношења суверенитета на ниво политичке уније. Оптимално решење било би формирање парламента политичке уније, који би контролисао начин доношења одлука и који би био оквир деловања политичких партија и других облика интересног организовања у политичкој унији. Институције политичке уније (влада, централна банка) осигурале би имплементацију усвојених јединствених макроекономских политика.

Каква би могла да буде конкретна еволуција Еврозоне из постојећег стања представила је студија консултатнтске фирме МекКинси Немачка (McKinsey Germany), публикована јануара 20102. године⁷⁶⁵. Студија истражује, на бази макроекономских симулација, четири модела еволуције Еврозоне:

- (1) *монетарно премошћавање* – обезбеђивање ликвидности финансијском систему, без оставривања дугорочне фискалне стабилности или обнављања конкурентности и раста. Овај

⁷⁶³ Видети, на пример, Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Debt Crisis*, KU Leuven Euroforum, Leuven, September 2014.

⁷⁶⁴ Fritz Breuss, *Towards a New EMU*, *WIFO Working Papers*, No. 447, March 2013, стр. 43.

⁷⁶⁵ McKinsey Germany, *The future of the euro - An economic perspective on the eurozone crisis*, Berlin, January 2012.

сценарио представљао би куповину времена за даље тражење средњерочних решења. Просечан економски раст у периоду 2011 – 2016. године био би 0,6%, незапосленост би порасла на 11,4%, а спољни дуг развијених држава чланица на 89%, док би у презадуженим државама порастао на просечно 113%⁷⁶⁶.

- (2) *фискални пакт плус* – пројекција заснована на решењима из Фискалног пакта, уз додатак могућих реформи у економском управљању у Еврозони, укључујући Банкарску унију и надзор над структурним реформама у државама чланицама. Такође, претпоставља се инвестирање у инфраструктуру и образовање и фискални стимуланс држава чланица за иновације у нове индустрије, као и помоћ презадуженим државама у циљу стабилизације њихових привреда. Просечан раст привреда у периоду 2011 – 2016. године износио би око 1,5%, незапослености би достигла ново од 11%, а просечан спољни дуг износ од 89%⁷⁶⁷.
- (3) *тесна фискална унија* - изнад кризног и посткризног институционалног оквира, у којој државе чланице које не испуњавају услове Пакта стабилности и раста морају уступити део своје фискалне суверености. Она може укључити и солидарну одговорност за дугове, емисију еврообвезница, проширено заједничко економско управљање и јаче кретање ка фискалном федерализму, укључујући и перманентна трансферна плаћања. У овом сценарију, економски раст био би просечно 1,3%, јавни дуг износио би просечно 91%, а незапосленост 11,3%⁷⁶⁸.
- (4) *Северна Еврозона/слом евра* – сценарио по коме презадужене државе напуштају Еврозону, са непосредним банкротством,

⁷⁶⁶ McKinsey Germany, *The future of the euro - An economic perspective on the eurozone crisis*, Berlin, January 2012, стр. 17.

⁷⁶⁷ McKinsey Germany, *The future of the euro - An economic perspective on the eurozone crisis*, Berlin, January 2012, стр. 17.

⁷⁶⁸ McKinsey Germany, *The future of the euro - An economic perspective on the eurozone crisis*, Berlin, January 2012, стр. 17.

снажном девалвацијом и имплозијом финансијског система. Северне државе чланице формирају своју Еврозону. Слом Еврозоне изазвао би прохибитивне трошкове⁷⁶⁹.

Еволуција Еврозоне у посматраном периоду кретала се између прва два сценарија. Међутим, проблеми с којим се суочавала у кризном и посткризном периоду чине сва сценарија и даље актуелним, а Еврозона је и даље оптерећена структурним економским и финансијским проблемима.

5.3. Импликације будућег развоја монетарне интеграције Европске уније на Србију

Остваривање чланства Србије у Европској унији је постпен процес, који је имао неравномеран развитак од почетка овог века, када је Србија и званично увршћена у ред земаља које претендују на чланство. Овакав развитак је последица како различитих политичких интереса у Србији, тако и противречних сигнала и акција Европске уније. Када је реч о становништву, истраживања јавног мњења показују континуирану подршку чланству, иако степен подршке варира.

Уговор о Европској унији омогућава проширење, предвиђајући да за чланство може аплицирати свака европска земља, која дели вредности Уније (предвиђене у члану 2. Уговора): поштовање људског достојанства, демократије, једнакости, владавине права и поштовање људских слобода, укључујући и права мањина. Европски савет је, на састанку у Копенхагену, децембра 1993. године, усвојио критеријуме („Критеријуми из Копенхагена“) које државе које желе да постану чланице Уније морају испуњавати. То су:

- стабилне институције, које гарантују демократију, владавину права, поштовање људских права и права мањина;

⁷⁶⁹ McKinsey Germany, *The future of the euro - An economic perspective on the eurozone crisis*, Berlin, January 2012, стр. 6.

- функционална тржишна економија и способност да се издржи конкуренција на тржишту Уније,
- способност да се преузму обавезе из чланства, посебно поштовање циљева политичке, економске и монетарне уније (то је поштовање тзв. *acquis*, односно правне баштине Уније; према подацима Комисије, реч је о документима обима од преко 100.000 старница, који се преузимају од стране потенцијалног кандидата, али се о њима не преговара⁷⁷⁰).

Критеријуми из Копенхагена допуњени су још једним, усвојеним на састанку Европског савета у Мадриду, 1995. године: да је држава кандидат способна да имплементира правила и процедуре Уније.

За државе западног Балкана важи и додатни услов: „државе чланице морају се ангажовати у регионалној сарадњи и добрим односима са суседним државама (тзв. `условљавање процесом Стабилизације и придруживања`)⁷⁷¹.

Независно од ових нормативних критеријума, процес интеграције има и објективне факторе, који леже у заинтересованости како Уније, тако и земље кандидата за тај процес. За Унију, то је у основи потреба ширења тржишта, обезбеђивање стабилности и безбедности, као и ширење вредности на којим интеграција почива. У прилог чланства Србије у Унији говори геополитички положај, развијеност економских веза, резултати миграција, али и неопходност развоја демократских институција, потреба ангажовања иностраних инвестиција у функцији економског раста, остваривање безбедности, као и други фактори који проистичу из чињенице да је Европска унија сусед Србији. Фактори са супротним дејством су везани за економску неразвијеност привреде, као и несклоност Уније да у досадашњем процесу уважава националне интересе Србије, под дејством

⁷⁷⁰ European Commission, *The European Union explained: Enlargement*, Brussels 2015, str. 5.

⁷⁷¹ European Commission, *The European Union explained: Enlargement*, Brussels 2015, str. 5.

чиниолаца који су понекад и изван Уније, а посебно увођење у процес интеграције политичких услова⁷⁷².

Стицања чланства Србије у Европској унији започето је кроз Процес стабилизације и придруживања. То је био део ширег процеса који је у стратегију Европске уније укључио подручје западног Балкана, као област у којој је потребна стабилизација економских и политичких прилика после ратних сукоба, а у коме Унија може играти активну улогу, отварајући овим земљама перспективу чланства. Процес је званично покренут 2000. године на састанку представника држава овог региона и Уније у Загребу, а оснажен закључцима Европског савета у Солуну, 2003. године, да државе региона имају јасну европску перспективу. Циљеви процеса били су: стабилизација и убрзани прелаз на тржишну привреду држава региона, унапређење регионалне сарадње и отварање перспективе за чланство у Унији. За сваку од држава у региону, Унија је формулисала посебан програм у коме су утврђени основни циљеви реформи. Посебан аспект претприступне стратегије Уније била је финансијска помоћ коју је одобрила државама региона, а која је од 2007. године уобличена у Инструмент претприступне помоћи (ИПА).

Србија (СЦГ) је отпочела преговоре о стабилизацији и придруживању 2005. године, али су они замрзавани и отопљавани зависно од политичких услова сарадње са Хашким трибуналом и имали су за резултат Споразум о стабилизацији и придруживању, закључен априла 2008. године, заједно са Прелазним споразумом о трговини; примена овог прелазног споразума била је блокирана све до краја јануара 2010. године (иако га је Србија, на своју штету, једностарно примењивала). Споразум о стабилизацији и придруживању, после ратификације свих држава чланица Уније, ступио је на снагу септембра 2013. године.

Споразумом о стабилизацији и придруживању⁷⁷³ предвиђено је да се у року од шест година успостави зона слободне трговине између Уније и Србије, али и да се пружи допринос владавини права и јачање политичке, економске и институционалне стабилности у Србији, као и јачање регионалне сарадње. Успостављају се и органи који ће надгледати примену споразума. Споразум

⁷⁷² Слободан Самарцић, *Европска унија: систем у кризи, Са студијом случаја о односима Србије и ЕУ*, Издавачка књижарница Зорана Станојевића, Сремски Карловци, 2016.

⁷⁷³ http://seio.gov.rs/upload/documents/sporazumi_sa_eu/ssp_prevod_sa_anexima.pdf.

регулише низ питања односа Уније и Србије, као што је слобода кретања робе, услуга, рада и капитала, приближавање и примена права, правде, слободе и безбедности, привредних политика, финансијске сарадње, права држављана Уније да стичу својину на земљи у Србији, и др. Прелазни споразум о трговини успоставља узајамно ослобађање од царинских и квантитативних ограничења са даном ступања на снагу за индустријске производе у потпуности, а за пољопривредне по договореној динамици. Прелазни споразум је у надлежности Европске уније и не подлеже процедури ратификације држава чланица.

У оквиру процеса стабилизације и придруживања, Србија је користила средства претприступне помоћи намењена транзицији и изградњи институција, као и пројекте прекограничне сарадње (земље кандидати користе и средства за регионални развој, развој људских ресурса и пољопривредни развој). Поред тога, добијена је и помоћ као подршка буџету и мањи износ средстава за реформе у школству и здравству. ИПА фондови намењени Србији у периоду 2008 – 2013. године износили су 1, 183 милијарде евра⁷⁷⁴.

Од марта 2012. године, Србија је добила статус кандидата за чланство у Европској унији, што јој омогућава коришћење претприступних фондова у већем обиму и за шире намене – у периоду 2014 – 2020. године Србија ће моћи да користи 1,5 милијарду долара из програма ИПА 2⁷⁷⁵, а затим и повећано инвестирање из држава чланица Уније, пошто је смањена ризичност инвестирања новим статусом; такође, овај статус подразумева координацију спољнополитичких активности и повећану сарадњу у области безбедности.

На основу одлуке Савета, а на препоруку Комисије, са Србијом су 21. јануара 2014. године отворени преговори о приступању (чланству) у Европску унију. Процес преговарања реализује се кроз 35 преговарачких поглавља у којима треба ускладити правну баштину Европске уније и домаће законодавство Србије. У овом процесу, државе чланице Уније играју важну улогу, пошто одлучују када и под којим условима се затварају преговарачка поглавља, на основу препоруке

⁷⁷⁴ Слободан Самарџић, *Европска унија: систем у кризи, Са студијом случаја о односима Србије и ЕУ*, Издавачка књижарница Зорана Станојевића, Сремски Карловци, 2016, стр.289.

⁷⁷⁵ http://ec.europa.eu/enlargement/instruments/funding-by-country/serbia/index_en.htm

Комисије⁷⁷⁶. Преговарачки процес поштује принцип да „ништа није уговорено док све није уговорено“. Комисија прати темпо процеса и објављује редовне извештаје о напретку држава у процесу преговарања⁷⁷⁷. Кључни елеменат динамике процеса преговарања биће однос Србије са институцијама на Косову, сматра професор Самарцић, пошто је Европска унија процес приступања пренела са испуњавања техничких услова на политички терен, односно у домен заједничке спољне и безбедносне политике, у „геополитичку стратегију надмоћног утицаја“⁷⁷⁸.

Србија се у процесу приступања Европској унији определила за пуно чланство, што значи приступ Европској унији а затим и Економској и монетарној унији, односно – пуну економску и монетарну интеграцију са Унијом.

У складу са темпом реализације преговарачког процеса и политичких опција које јој стоје на располагању, Србија може мењати облик приступања. Опције које јој стоје на располагању, поред пуноправног чланства, су:

- *чланство у јединственом тржишту*: овој модел примењује се у оквиру Европске економске области, у којој су поред држава чланица Уније и неке друге државе, бивше чланице Европског споразума слободне трговине (ЕФТА) – Исланд, Норвешка и Лихтенштајн. У оквиру ове асоцијације обезбеђена је слобода кретања робе, услуга и фактора производње, али се регулативне одлуке доносе на нивоу Европске уније, а друге државе чланице морају да их прихвате и примењују. Предност оваквог чланства је приступ тржишту, а недостатак немогућност утицања на доношење регулаторних одлука;

- *секторски споразуми*: овај модел, познат као „Швајцарски модел“, подразумева одвојене секторске преговоре и споразуме Србије и Европске уније односно интеграцију само у оним областима које Србија жели, а Унија прихвати

⁷⁷⁶ European Commission, *The European Union explained: Enlargement*, Brussels 2015, стр. 6.

⁷⁷⁷ European Commission, Commission Staff Working Document - Serbia 2015 Report, Brussels, 10.11.2015, SWD(2015) 211 final.

⁷⁷⁸ Слободан Самарцић, *Европска унија: систем у кризи, Са студијом случаја о односима Србије и ЕУ*, Издавачка књижевница Зорана Станојевића, Сремски Карловци, 2016, стр. 346.

(тзв. „бирање трешања“ – енгл. Cherry Picking)⁷⁷⁹. Овај модел, међутим, тешко је оставрив, пошто га је у међувремену Европска унија је и сама напустила⁷⁸⁰.

Уколико преговори буду водили пуној интеграцији Србије у Економску и монетарну унију, требало би водити рачуна да нови реформски оквир Уније, ако ступе на снагу реформе које је иницирала Велика Британија, доноси неповољне околности по Србију у погледу ограничавања слободе кретања рада у односу на друге државе чланице, пошто се предвиђа оштрије него до сада ограничење за то у споразумима о приступању нових држава чланица.⁷⁸¹

У светлу анализираних тенденција развоја Европске уније, могу се извести хипотетичке импликације монетарне интеграције на Србију.

Србија је већ фактички у извесном обиму део монетарне интеграције Европске уније. Два су основна разлога за такву констатацију: прво, велики обим еуризације финансијских трансакција у Србији и друго, висок обим спољног дуга Србије изражен у евр. У ова два подручја треба тражити и основне импликације будућег развоја европске монетарне интеграције на Србију.

Евро у Србији игра улогу пуновредног новца: служи као средство уштеда, и трансакционо средство, а као кредитно средство путем индексације кредита; такође, игра и улогу светског новца, пошто је он основна компонента девизних резерви Народне банке Србије, а дозвољена је емисија обвезница у еврима на домаћем и иностраном тржишту. Девизна штедња становништва, преодминантно изражена у еврима, износила је крајем септембра 2015. године 8,31 милијарду евра⁷⁸². Девизне резерве Народне банке Србије крајем децембра 2014. године износиле су 9,9 милијарди евра бруто, односно 7,7 милијарди евра нето, претежно

⁷⁷⁹ Овај модел заговара професор Самарцић. Видети: Слободан Самарцић, *Европска унија: систем у кризи, Са студијом случаја о односима Србије и ЕУ*, Издавачка књижевница Зорана Станојевића, Сремски Карловци, 2016, стр. 347.

⁷⁸⁰ Council of the European Union, Council conclusions on a homogeneous extended single market and EU relations with Non-EU Western European Countries, *Press release*, 16 December 2014.

⁷⁸¹ European Council, *Conclusions – 18 and 19 February 2016, Annex I: Decision of the Heads of State or Government, Meeting within the European Council, Concerning a New Settlement for the United Kingdom Within the European Union*, Brussels, February 2016, стр. 24.

⁷⁸² Народна банка Србије, *Извештај о динаризаацији финансијског система Србије*, Београд, септембар 2015, стр. 4.

изражене у еврима⁷⁸³. У укупно одобреним кредитима банака, према подацима Народне банке Србије, учешће девизних кредита (укључив и индексиране кредите) износи 73,6%, са доминантним учешћем кредита изражених у еврима (64,6% укупних кредита⁷⁸⁴). Јавни Србије крајем јануара 2016. године износио је 25.240,5 милиона евра, од чега је 13.399, 9 директан спољни дуг плус 1.783,0 индиректан спољни дуг (гаранције) У структури укупног јавног дуга, учешће доларски израженог дуга износило је 32,6% (односно 8,8 милијарди долара), а у еврима 40,2% (9,7 милијарди евра) (Стратегија управљања јавним дугом од 2016. до 2018. године Министарство финансија – Управа за јавни дуг)⁷⁸⁵. Најзад, учешће банака у страном власништву у укупној билансној суми банака у Србији износило је 75,9% крајем трећег квартала 2015. године, са доминантним учешћем банака које имају матичне банкарске групе у Италији, Аустрији и Грчкој, са учешћем од 54,1%⁷⁸⁶.

Из наведених података види се значај монетарне интеграције Европске уније за финансијски систем Србије. Србија се налази у орбити монетарне уније, као што се преко извоза и увоза (према подацима Републичког завода за статистику, у јануару 2016. године, извоз у Европску унију износио је 68,8% укупног извоза, а увоз из Европске уније 63,3% укупног увоза Србије)⁷⁸⁷ и токова иностраних инвестиција (према подацима Привредне коморе Србије, у првих девет месеци 2014. године, у укупном приливу страних инвестиција, инвестиције из Европске уније износиле су око 72%)⁷⁸⁸, налази у орбити јединственог тржишта Европске уније. При томе, Србија је у зависном положају: прво, међувалутни односи евра, посебно могући пад курса у односу на долар (а у недавној прошлости и према швајцарском франку), производи тзв. негативне курсне разлике, које оптерећују привреду и становништво у регулисању њихових финансијских обавеза (пошто је њихов доходак изражен у динарима); друго, структура спољног дуга такође је

⁷⁸³ Народна банка Србије, *Годишњи извештај о стабилности финансијског система 2014*, Београд, 2015, стр. 20.

⁷⁸⁴ Народна банка Србије, *Банкарски сектор у Србији – извештај за треће тромесечје 2015*, Београд, децембар 2015, стр. 15.

⁷⁸⁵ <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Strategija/Strategija%20cir/2016-2018/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202016-2018.pdf>.

⁷⁸⁶ Народна банка Србије, *Банкарски сектор у Србији – извештај за треће тромесечје 2015*, Београд, децембар 2015, стр. 4.

⁷⁸⁷ <http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/02/07/05/st13032016.pdf>

⁷⁸⁸ http://www.pks.rs/SADRZAJ/Files/1_PKSinvesticijeInfo-april2015.pdf

подложна колебањима у односу евра и долара, пошто не одражава извозни прилив у овим односним валутама; треће, иностране банке користе се нижим трошковима задужења (каматним стопама) на тржишту држава матичних банака и вишим каматним стопама на пласмане финансијском тржишту Србије – како привреди, тако и грађанима али и држави, као и улагањем у емисије државних обвезница Србије (чак и после корекције за ризик промене девизног курса), трансферишући добит у еврима у матичне државе.

Банкарски и финансијски систем Србије подложен је цикличним кретањима у монетарној унији, пошто долази до контракције или експанзије кредита домаћих банака у страном власништву према тим кретањима; другим речима, канали банкарског позајмљивања могу изазвати експанзију или контракцију кредита у Србији и на тај начин утицати на општу економску активност. Трансмисиони механизам монетарне политике Европске централне банке делује у извесном степену и на финансијском тржишту Србије.

Будућност европске интеграције уопште, нарочито у условима могућег изласка Велике Британије, изазваће сигурно последице по стабилност финансијског система Србије. Прелазни период, уколико до изласка дође, биће праћен значајним померањем односа валута, не само фунте и евра, него и евра и долара. Може се са сигурношћу претпоставити да ће долар у том случају ојачати (ако не буде споразума односних централних банака), што ће изазвати значајан раст спољног дуга Србије. Реформе монетарне уније, у правцу могућег формирања уже интеграционе целине, са фискалном унијом или политичком унијом, такође би могло имати значајне последице на финансијско тржиште Србије, зависно од обима декомпозиција постојеће структуре држава чланица монетарне уније. Оптимална солуција за Србију била би да се као минимум, у новој монетарној унији нађу све садашње државе чланице Еврозоне. У том случају би процес стицања чланства омогућио Србији релативно стабилну позицију у Европској унији.

ЗАКЉУЧАК

У релативно новијој публикацији о монетарној унији и еврџ намењеној грађанима, Европска комисија истиче да је евро „својина“ преко 337 милиона грађана (само у Еврозони); да је евро „главно остварење европске интеграције, обележје држава које су често кроз историју биле у рату једна с другом“; „поред економске димензије, евро је снажан, опипљив симбол европског јединства, идентитета и сарадње“⁷⁸⁹.

С друге стране, резултати истраживања јавог мњења у осам држава чланица Еврозоне, такође у посткризном периоду развоја ове монетарне уније, показали су да једино у Немачкој већина становништва мисли да је европска интеграција корисна а да највеће негативно мишљење имају Грци и Французи⁷⁹⁰.

Ова комбинација економских и политичких аргумената за позитивно позиционирање монетарне уније и ставови „корисника“ монетарне интеграције захтевају детаљнију анализу економских, политичких, демократских и социјалних последица монетарне интеграције, како би се виделе њене реалне границе и успоставиле теоријске импликације тих граница.

Предмет истраживања у овој докторској дисертацији биле су теоријске и институционалне основе развоја и реформи монетарне интеграције у Европској унији. Истраживање је требало да анализира узајамну интеракцију теорије монетарне интеграције и институционалног механизма европске монетарне интеграције успостављен Мастрихтским уговором и модификоване каснијим реформама, у циљу одговора на питање да ли је она довела до стабилне и на дужи рок одрживе новчане јединице – евра, која развија потенцијале пуноважног новца. Или је, с друге стране, у институционалну структуру монетарне уније „уграђен“

⁷⁸⁹ European Commission Directorate-General for Communication, *The EU explained: Economic and monetary union and the euro*, Citizens information, Brussels, November 2014.

⁷⁹⁰ Giandomenico Majone, *Rethinking European Integration After the Debt Crisis*, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 1.

механизам креативне деструкције функција новчане јединице, било да је то последица теоријских поставки или њеног практичног (политичког) дизајна. Структура монетарне уније познаје квалитативно различит механизам одлучивања у монетарној и фискалној области, који је одразио конституционално устројство европске економске и монетарне интеграције у целини; другим речима, противречност реалних економских и политичких интереса држава чланица на садашњем степену европске интеграције између федералистичког и конфедералистичког облика њене организације. Компромис у институционалној структури монетарне уније био је једино могуће решење ових противречних интереса. Преношењем на монетрану унију надлежности у вођењу монетарне политике, које су конституисане на начелима једнственог одлучивања (федеративни принцип), а задржавањем у националним оквирима надлежности над економском, фискалном и буџетском политиком, која је на нивоу уније подложна механизму координације (конфедерални принцип) државе чланице су у структуру монетарне уније унеле, са становишта теоријске критике, „конструкциону грешку“ која може изазвати сталне кризе. То је потврдила њена досадашња кратка историја, јер је већ у првој деценији постојања јединствене валуте дошло до кризе, која је колоквијално означена као „криза евра“, а суштински изражавала како противречности теоријског оквира интеграције, тако и слабости институционалног механизма и проблеме демократског легитимитета монетарне уније.

Основни резултати истраживања у овој докторској дисертацији показали су следећа обележја монетарне уније, која је у склопу европске монетарне интеграције изражена кроз Еврозону.

Монетарна унија је политички оквир објективних економских тенденција. Теоријске анализе монетарне уније често је карактеришу као „политички пројекат“, посебно у америчкој економској теорији, како би показале да је политичка воља свесно прешла преко економских недостатака монетарне интеграције, односно непостојања „европске владе“ или бар јединственог „министарства финансија“ који би формулисали бар јединствен буџетску политику на нивоу уније и били пандан Европској централној банци. Формирање институционалне структуре монетарне

интеграције произашло је првенствено из политичког утицаја (компромиса) држава чланица Уније, а затим из економских процеса интеграције унутар и тржишних структура које су биле њихов резултат. При том се занемарује чињеница деловање објективних тржишних законитости, које су основа и економске и монетарне интеграције. Уосталом, све теорије економске и монетарне интеграције, укључив и теорије регионалне монетарне интеграције, које су разматране у овој дисертацији, показују да су интеграциони процеси тржишни процеси. Политичка воља их разуме на различите начине, али их мора уважити. Конкретни институционални аранжман уније је резултат политичких процена и компромиса, као и схватања крајњих циљева интеграције и отуда настају могуће фрикције у институционалној структури. Оне, међутим, уколико је крајњи циљ интеграције „укорењен“, подлежу сталној тржишној верификацији и политичком прилагођавању. Институционалне реформе и будући развој монетарне уније треба да воде рачуна о чињеници да тржиште даје коначну реч о њеној успешности и адекватности. Уколико она не отвори простор деловању тржишта на подизању конкурентске способности појединих држава чланица и Европске уније као целине, кризе прилагођавања тржишту нужно ће довести у питање и сам опстанак јединствене валуте. Новац је тржишни феномен; његово „родно место“ су тржишни процеси. Функције новца могу се формализовати, односно он може бити само формално „уведен“ политичком одлуком (као што је и сам избор новчане јединице политичка одлука суверене државе или групе држава), али његове функције се развијају једино на тржишту. Што је оно шире, то су функције новца развијеније и он врши повратно дејство на даљи развој тржишта. „Репутациони ризик“ евра зависи од степена његове пенетрације и изван монетарне уније.

Монетарна унија није (joш) политичка унија. Достигнути степен монетарне интеграције у Еврозони, са теоријског становишта, може се процењивати према кретању „ка све ближеј унији“ (као синониму за политичку унију држава чланица Европске уније). Европски лидери су у периоду кризе сувереног дуга Евроzone истицали да је судбна евра тесно везана за судбину општих интеграционих процеса у Европској унији. Посебно је немачка канцеларка Ангела Меркел наглашавала

(маја 2010. године) да је „монетарна унија судбинска заједница“ и да са падом евра, „пада и Европа“⁷⁹¹.

Покушаји да се монетарна унија уведе у политичку унију у симулованом облику, кроз јачање легитимности и демократске одговорности институција Еврозоне показују само потребу да се створи привид јачања политичке заједнице држава чланица монетарне уније. У Извештају пет председника најважнијих институција Еврозоне (2015), који трасира пут развоја Ероzone у наредној деценији, као елементи јачања политичке кохезије наводе се већа улога Европског парламента у надзору над координацијом економских политика држава чланица и укључивање националних парламената у циљу подизања одговорности држава чланица за заједничку политику. После „новог споразума“ са Великом Британијом (2016), ови ставови наћи ће пут до промена оснивачких аката Европске уније. Али, ово је такође „конструкциона грешка“; и даље Европски парламент игра улогу политичког представника и законодавца и за државе чланице Еврозоне. Нема формалног нити неформалног Парламента Еврозоне. Тако се политички интереси држава чланица монетарне уније артикулишу на новоу Европске уније као целине. У постојећем конституционалном аранжману Европске уније није могуће конституисање посебног представничког тела Еврозоне. Али, реформе инициране захтевима Велике Британије важиће само ако она остане у Европској унији и после референдума у јуну 2016. Међутим, оно што је политичка одлука поводом тих захтева остаје трајна интерпретација оснивачких уговора: уговори дозвољавају еволуцију према дубљем степену интеграције између држава чланица које деле визију „све тешње уније између народа“ као визију своје заједничке будућности, али то не морају оне државе чланице које то не желе; оне не могу бити принуђене на то ако не желе⁷⁹². То ће сигурно ограничити будуће кораке и ка економској и ка монетарној интеграцији у оквиру Европске уније.

⁷⁹¹ Наведено код: Giandomenico Majone, Rethinking European Integration After the Debt Crisis, London's Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012, стр. 2.

⁷⁹² Decision of the Heads of State or Governments, Meeting with the European Council, Concerning a New Settlement for the United Kingdom within the European Union, , European Council meeting (18 and 19 February 2016) – *Conclusions*, Brussels, 19 February 2016 (OR. en), Annex I, стр. 17.

Монетарна унија се креће на граници демократског легитимитета. Као што је у ранијој анализи истицано, институције монетарне уније, сходно логици делегације овлашћења, немају степен одговорности који захтева модерно демократско уређење. Тежња да се реформама отклоне недостаци постојеће институционалне структуре монетарне интеграције и повећа ефикасност одлучивања доводи до формирања институција које имају федерална обележја, чиме се испољава тенденција будућег развоја монетарне интеграције, али се и повећава демократски дефицит институција у постојећем облику политичког одлучивања у Европској унији.

У кризи је демократски дефицит институција повећан и дошло је до својеврсне делегитимизација институција „Ове институције намећу одлуке које имају последице по благостање милиона људи, а да људи који су погођени тим одлукама немају демократско право да изразе своје неслагање“⁷⁹³. Досадашњи начини превазилажења криза монетарне интеграције показују превласт политичких одлука. У процесу доношења политичких одлука може долазити до сукоба принципа ефикасности функционисања интеграције и социјалне праведности.

Поред тога, део институција измештен је из комунитарног регулисања и формиран је на бази међудржавних уговора (Фискални пакт, део Банкарске уније), како би се заобишле одредбе уговора о формирању Економске и монетарне уније. Институционални оквир уније се све више шири, али све више се шири и демократски дефицит. Институције имају своје законитости ширења, али то значи и све веће отуђење од грађана, у чијем интересу би институције требало да постоје. Захтев да широке масе становништва поднесу жртве економског прилагођавања, демократски дефицит институција, неформални начини одлучивања и губитак поверења како између политичких репрезентаната држава чланица, тако и између њих и народа, доводе у опасност и само функционисање монетарне уније. Очигледна је потреба за свеукупном легитимизацијом деловања институција

⁷⁹³ Paul De Grauwe, *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document No. 346, May 2011, стр. 19.

монетарне уније, стављањем под контролу Европског парламента или националних парламаната држава чланица.

Монетарна унија није демократска творевина. Иако је политички пројекат на економским фундаментима, Еврозона је креација политичке елите, коју су грађани прихватили („пермисивни консензус“), као што је то, уосталом и Европска унија. „Европска унија дугује своје постојање напорима политичких елита које су могле да рачунају на пасивни пристанак мање или више индиферентног становништва, докле год су људи могли да у Унији препознају свој економски интерес, имајући у виду све предности и недостатке. Унија је себе легитимисала у очима грађана првенствено због својих резултата, а не због чињенице да је испунила политичку вољу грађана...Европска централна банка, Комисија и Европски суд правде током деценија су на најдубљи могући начин утицали на свакодневни живот европских грађана, иако су ове институције најмање подложне демократској контроли“⁷⁹⁴.

Покушаји да се одлуке о важним питањима интеграције, укључив и монетарну, усвајају изјашњавањем грађана на референдуму, завршили су се негативним исходима или са тесном већином: француски и холандски за прихватање Мастрихтског уговора (1995), шведски и дански за улазак у монетарну унију (2002), ирски за прихватање Лисабонског уговора (2008), шведски и дански за прихватање евра (2002, 2003), грчки за прихватање санације (2015).

Грађани монетарне уније, због њеног претежно бирократског и технократског карактера, немају могућност да учествују у разматрањима праваца њеног развоја, нити имају довољно информација да доносе мериторне одлуке. Па чак и избори за посланике у Европском парламенту, који је, као што је речено „политички покровитељ“ и монетарне уније, основна питања која се постављају у предизборним кампањама су националног карактера, у томе се слежу сви аналитчари изборног процеса. Према мишљењу Ендрју Моравчика, „најприхватљивије објашњење зашто европски грађани не учествују у политикама Европске уније, чак и ако постоје за то институционалне могућности, јесте зато

⁷⁹⁴ Jürgen Habermas, *Demokratija, solidarnost i evropska kriza*, *Peščanik*, 12. 05. 2013, стр. 1.

што су питања којима се бави Европска унија много мање значајна за њих од питања којима се баве националне владе. Питања којима се Европска унија бави најинтензивније – трговина, регулисање индустрије, техничка стандардизација, пројекције меке моћи, помоћ иностранству, пољопривредна политика, инфраструктурна политика и општа спољна политика – нису значајна питања за масовну публику. Најзначајнија питања, нарочито она која значе фискалне издатке, остају чврсто национална⁷⁹⁵.

Решавање кризе јавног дуга Еврозоне, међутим, донеле су супротну, једнако недемократску оријентацију: институција монетарне уније, које су изразиле превасходно интересе кредиторских држава чланица, наметнуле су модел одлучивања политички изабраним, демократским представницима држава чланица у процесу санације. “То је створило ситуацију у којој домаће политике значе много мање него становишта међунеродних финансијера и технократа и допринело је делегитимизацији и домаћих и европским институција...Владе различитих политичких оријентација и различите парламентарне снаге доведене су у положај да примењују у суштини исте програме структурног прилагођавања⁷⁹⁶.

При томе, треба узети у обзир и већ изражену својеврсну практичну проверу решавања кризе јавног дуга кроз социјални отпор који се јавио у неким државама чланицама, посебно Грчкој. Овај отпор има снажну економску подлогу, пошто програми решавања кризе нису развојно оријентисани и неће смањити опадање друштвеног дохотка, а тиме и растућу беду и незадовољство становништва.

И поред напред наведене тврдње Комисије да је евро симбол колективног идентитета грађана Еврозоне, овај идентитет, као основ демократске легитимизације монетарне уније, још није изграђен. Хабермас каже да у циљу стварања „минималног осећања заједничког идентитета независног од етничке припадности, неопходно је говорити о значајним социјалним интересима грађана. Ствар која их држи заједно као Европљане и разликује их vis-à-vis Американаца је

⁷⁹⁵ Andrew Moravcsik, What Can We Learn from the Collapse of the European Constitutional Project? *Politische Vierteljahresschrift*, 47. Jg. (2006), Heft 2, S. 219–241, стр. 225.

⁷⁹⁶ Klaus Armingeon and Lucio Baccaro, Political Economy of the Sovereign Debt Crisis: The Limits of the Internal Devaluation, *Industrial Law Journal*, September 2012, (254 – 275), стр. 256, 267.

њихова приврженост соцојалдемократској држави благостања⁷⁹⁷. Али, унија, као и Европска унија, није изграђена на принципима државе благостања и социјалне заштите („позитивна интеграција“), него на принципима тржишног либерализма („негативна интеграција“)⁷⁹⁸. Изградња колективног идентитета у условима које намеће монетарна интеграција може се посматрати као дуготрајан процес „суптилног, инкрементног грађења слојева свакодневних симбола и праксе – које називам културна инфраструктура“⁷⁹⁹.

Анализе у овој докторској дисертацији показале су да у условима одсуства националних механизма прилагођавања специфичним економским шоковима и кризама, а без трансформације Европске уније у федералну политичку заједницу, која ће обезбедити политичко артикулисање европског демоса, границу монетарне интеграције постављаће кризе и социјалне тензије.

Монетарна унија јача неједнакост држава чланица. Унија нема механизме за стимулисање раста привреда држава чланица. Последица је немогућност остваривања реалне конвергенције. Криза јавног дуга је јасно профилисала поделу на финансијски развијени севр и неразвијени југ; то је последица и реалног сегментирања Еврозоне. Терет прилагођавања кризи поднеле су углавном државе периферије⁸⁰⁰. То значи да ће се неједнакости између држава чланица само продубити. И поред предузетих мера санације, презадужене државе чланице не могу да активирају потенцијале раста, јер су још увек оптерећене неодрживим јавним дугом. Да би смањиле јавни дуг за половину, Шпанији треба 25 година, Ирској и Португалији 30, италији 32, а Грчкој 45 година⁸⁰¹.

⁷⁹⁷ Andrew Moravcsik, What Can We Learn from the Collapse of the European Constitutional Project? *Politische Vierteljahresschrift*, 47. Jg. (2006), Heft 2, S. 219–241, стр. 229.

⁷⁹⁸ Andrew Moravcsik, What Can We Learn from the Collapse of the European Constitutional Project? *Politische Vierteljahresschrift*, 47. Jg. (2006), Heft 2, S. 219–241, стр. 230.

⁷⁹⁹ Kathleen R. McNamara, Imagining Europe: The Cultural Foundations of EU Governance, *Journal of Common Market Studies*, 2015 (стр. 1 – 18), стр. 2.

⁸⁰⁰ Paul De Grauwe, The Governance of a Fragile Eurozone, *CEPS Working Document No. 346*, May 2011, стр. 8.

⁸⁰¹ Paul De Grauwe, The Governance of a Fragile Eurozone, *CEPS Working Document No. 346*, May 2011, стр. 12.

Монетарна унија заснована је на противречној теоријској основи. Теорија оптималног валутног подручја, која је била „једини расположиви“ теоријски оквир (Кенен) у коме се могла анализирати успешност монетарне интеграције, поставља тешко оствариве, скоро немогуће услове за формирање монетарне уније у постојећој конституционалној структури Европске уније: мобилност рада или флексибилност цена и надница (интерна девалвација), као и централизовани буџет. Инсистирање на испуњавању ових услова води економским политикама које су углавном усмерене ка остваривању флексибилности тржишта рада, што је друго име за стварање „резервне армије незапослености“, способне да се креће према потребама капитала. Овде се теорија оптималног валутног подручја додирује са неомарксистичком теоријом интеграције, али ова друга није присутна у главним токовима теоријског разматрања монетарне уније.

Мере за остваривање флексибилности тржишта рада сасвим сигурно се сусрећу са организованим отпором радника и њихових синдикалних организација. Ограничен је маневарски простор за постизање социјалног консензуса у условима рестриктивних мера економске политике, које представљају доминантан модел у посткризном периоду. Социјална политика, која је у искључивој надлежности држава чланица, затворена је у националне границе. Јединствено тржиште рада не постоји ни у рудиментарној форми, као што се не развија ни тржиште услуга нити финансијско тржиште, која би могла да доведу до уједначавања дохотка и на тај начин пруже аналитичку подлогу бар за ендегену теорију оптималне валутне области. Штавише, потенцијална реформа Европске уније, на премисама британског захтева за променама, иде корак уназад у погледу остваривања слободе кретања рада. Очигледно је да је основна хипотеза теорије оптималног валутног подручја валидна само за краткорочне флукуације економске активности, али то онда претпоставља далеко већу стопу незапослености коју би државе монетарне уније могле толерисати. Ова теорија није прикладна за дугорочне мигрантске токове, који су природан резултат неостваривања реалне конвергенције у монетарној унији.

Економски и социјални инжењеринг који је примењен према презадуженим државама чланицама, као и конструкција Фискалног пакта, показују да је у

монетарну унију уграђена склоност ка рестриктивним буџетским политикама, које остављају мало простора за раст. Развијен је модел униформног третирања држава чланица у процесу интерне девалвације, који укључује „резове у јевној потрошњи, укључив и образовању, пензијске реформе, смањење заштите запослених, слабљење осигурања за случај незапослености и флексибилизацију правила колективног преговарања“⁸⁰².

Развој приватних механизма ублажавања разлика у дохотку становништва подразумева перфектно деловање јединственог финансијског тржишта и такву расподелу дохотка која стимулише инвестирање широких слојева становништва. Ако је инвестирање претежно усмерено на домаће финансијско тржиште (тзв. домаћа склоност инвестирања), како тврди теорија инвестирања, онда механизам узајамног осигурања тешко да може да функционише; бар док се не развије склоност ка инвестирању у финансијске инструменте који се емитују на целом подручју Еврозоне.

Противречна теоријска основа интеграције и политика која тежи да „укалупи“ монетарну унију у теорију оптималне валутне области довела је до занемаривања социјалне компоненте монетарне уније и има за последицу раст социјалне неједнакости у Еврозони. Вероватно је тачна констатација Комисије да је то занемаривање резултат „имплицитне претпоставке да усмеравање монетарне уније ка `социјалнијој` на неки начин штети економским перформансама Еврозоне“⁸⁰³. О размерама социјалне неједнакости говори неколико података из ове стратешке белешке Комисије: стопа незапослености варира између 4,7% у Немачкој и 23% у Шпанији; учешће радника са ниским квалификацијама у укупној запослености креће се између 15,1% у Естонији до 56,3% у Португалији. Дугорочна незапосленост је удвостручена између 2008. и 2013. године; један од пет дугорочно незапослених никада није радио, а три четвртине таквих је млађе од 35 година. „Сиромаштво и социјална искљученост оних у радном добу (18 – 64 године) значајно су порасли у две трећине држава чланица, као комбиновани резултат

⁸⁰² Klaus Armingeon and Lucio Baccaro, Political Economy of the Sovereign Debt Crisis: The Limits of the Internal Devaluation, *Industrial Law Journal*, September 2012, (254 – 275), стр. 264.

⁸⁰³ European Commission, European Political Strategy Centre, The Social Dimension of the Economic and Monetary Union – Towards Convergence and Resilience, *EPSC Strategic Notes*, Issue 5, 18 June 2015.

растућег нивоа незапослености и беде на послу. Вероватноћа уласка и изласка у сиромаштво увелико варира између држава чланица. У неким државама значајна пропорција становништва ухваћена у замку перманентне беде, док у другим оно успева да побегне, али често само привремено⁸⁰⁴.

У постојећој конституционалној структури Уније и са преовлађујућом генералном оријентацијом економске политике, која дели поставке теорије оптималног валутног подручја, може се очекивати само настављање ових тенденција. Изгледа да је теорија оптималног подручја применљива само у условима политичке уније, у којој се могу створити услови за мобилност радне снаге између различитих држава чланица (какве су биле мултинационалне царевине пре Првог светског рата).

Монетарна унија је унија пропуштених шанси. Финансијска криза и криза јавног дуга Еврозоне пружили су шансу да се у оквиру монетарне интеграције спроведу суштинске реформе. Оне су се морале односити на промену фискалног оквира интеграције и флексибилније оквира функционисања монетарне политике. Будућност монетарне интеграције не може се засновати само на реформи институција. Мора се мењати институционални оквир кроз политичку еволуцију интеграције. Свест о политичким променама тешко се развија, јер зависи и од визија политичких процеса у хетерогеној заједници држава, каква је Европска унија али и од глобалног окружења у коме се ова заједница налази.

Када је реч о фискалном оквиру интеграције, чини се разумним кретање ка фискалној унији, односно у правцу централизације буџета, који би имао функцију апсорбовања шокова прерасподелом средстава између држава чланица. То би значило испуњавање још једног од критеријума оптималног валутног подручја, али и још једно одрицање од националног суверенитета држава чланица, овога пута од фискалног суверенитета. Сваки облик централизације у овој области подразумева промену политичког оквира у правцу федерализма и прерасподеле средстава између држава чланица, односно креирање трајне „трансферне уније“.

⁸⁰⁴ European Commission, European Political Strategy Centre, The Social Dimension of the Economic and Monetary Union – Towards Convergence and Resilience, *EPSC Strategic Notes*, Issue 5, 18 June 2015, стр. 4.

Централизована монетарна политика је федерални елемент у дизајну монетарне уније. То је позиција која је омогућила Европској централној банци да игра активну, и по многим мишљењима, пресудну улогу у изласку монетарне уније из кризе, односно у спречавању разбијања Еврозоне. Међутим, сам положај и пракса монетарне политике Европске централне банке изазивају озбиљне аналитичке замерке. Реформе, које су прошириле надлежности Европске централне банке, без промене њеног суштинског положаја, створиле су основу за својеврсну „монетарну диктатуру“, која може бити узрок дезинтеграционим тенденцијама у монетарној унији. Као и у фискалној области, и овде је пропуштена шанса да се реформом одговори на захтеве модерније монетарне политике: проширење њених циљева, прилагођавање инструмената, адекватнији аналитички поступци у односу на кредитни систем и финансијско тржиште, као и подизање демократске легитимности институције.

Може се констатовати да шанса реформи није искоришћена и није отклоњена „конструкциона грешка“ у постојећем институционалном дизајну монетарне уније. И усвојени облици промена, поводом британске иницијативе, и предложени правци реформи у Еврозони, на средњи рок, задржавају се у оквирима постојећег дизајна. То значи да нема критичне политичке масе која би инсистирала на радикалним реформама; недостаје „политичке воље“

Монетарна унија има будућност у политичкој унији. Захтев Велике Британије за редефинисањем односа у Европској унији отвара потенцијално кретање ка тешњој политичкој интеграцији, у којој ће монетарна унија добити свој потпуни облик. Тумачењем основачких уговора у смислу да они нису препрека продубљавању монетарне уније, што може укључити и кретање Еврозоне (у суженом или проширеном саставу) ка политичкој унији, поставља пред државе чланице монетарне уније могућност избора. Уколико се оне задрже на постојећој институционалној структури, не може се искључити могућност финансијских криза, с обзиром на могућу конфузију надлежности Европске уније и Еврозоне у области фискалне политике и јединственог тржишта, посебно тржишта

финансијских услуга, који су битни за доношење одлука о монетарној политици (фискални систем) и за трансмисију тих одлука (финансијско тржиште).

Логика економског интереса („логика тржишта“) говори у прилог кретања монетарне уније у правцу отклањања препрека које су се манифестовале у финансијској кризи и кризи јавног дуга Еврозоне, како би се отклонило могуће понављање криза. На садашњем степену монетарне интеграције, ове препреке се јављају у облику децентрализоване фискалне политике, координативног приступа економској политици, децентрализованом регулисању финансијског тржишта и ограничења кретању рада унутар интеграционог подручја. Очигледно је да је постојећи оквир интеграције недовољан за отклањање наведених препрека. Пред Еврзоном, као монетарном унијом, пут је формирања политичке уније, као логичног завршног оквира монетарне интеграције. У тексту дисертације наведени су аргументи у прилог ове хипотезе:

Прво, логика интеграције намеће да се политичка унија формира на основу економске интеграције. С обзиром на степен достигнуте зрелости јединственог тржишта, оно је адекватан облик економске интеграције. Враћање процеса интеграције, укључив и монетарну интеграцију, на ниво заједничког тржишта, не би имало економског оправдања, јер би тржишна логика поново поставила захтев за монетарном интеграцијом.

Друго, политичка интеграција мора бити јасно дефинисан циљ, коме се прилагођава институционална основа монетарне уније.

Треће, политичка унија као своју економску садржину има, на бази јединственог тржишта роба, услуга, људи и капитала: јединствену економску политику, јединствену фискалну политику и јединствену монетарну политику. Подела надлежности између Европске уније и Еврозоне као политичке уније ствар је конкретног модела организације политичке уније.

Четврто, монетарна унија у политичкој унији налази свој завршни облик.

Стабилна монетарна интеграција у оквиру Европске уније не може бити остварена кроз реформе постојећих институција монетарне интеграције, условљених политичким карактером Европске уније као заједнице држава, већ кроз

изградњу нове архитектуре монетарне уније, која ће проићицати из политичких реформи усмерених ка њеном конституисању као федералне заједнице.

ЛИТЕРАТУРА

1. Afonso António, Michael G. Arghyrou, and Alexandros Kantonikas, The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU, European Central Bank, *Working Paper Series*, 1781 / April 2015.
2. Allen, P. R., *Organization and Administration of a Monetary Union*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1976.
3. Andrews David M., *The Radical Impulse in European Monetary Affairs*, EUSA Eleventh Biennial International Conference, Los Angeles, California, April 23-25, 2009.
4. Arellano Cristina, Juan Carlos Conesa, Timothy J. Kehoe, Chronic Sovereign Debt Crises in the Eurozone, 2010–2012, *Economic Policy Paper 12-4*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, May 2012.
5. Artis Mike and Frederick Nixon, eds., *The Economics of the European Union – Policy and Analysis*, Oxford University Press, Oxford, 2007.
6. Athanassiou Phoebus, Withdrawal and expulsion from the EU and EMU - some reflections, European Central Bank, *Legal Working Paper Series*, No. 10 / December 2009.
7. Avgouleas Emilios, Douglas W. Arner, *The Eurozone Debt Crisis and the European Banking Union: A Cautionary Tale of Failure and Reform*, University of Hong Kong, October 2013.
8. Bache Ian and Stephen George, *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006.
9. Bae Kee-Hong and Warren Bailey, *The Latin Monetary Union: Some Evidence on Europe's Failed Common Currency*, mimeo, Korea University and Cornell University, 7 July 2003.
10. Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. and Monnet, C. , Measuring Financial Integration in the Euro Area, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 14, 2004.

11. *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition*, Centre for Economic Policy Research, London, 2010.
12. Balassa Bela, *The Theory of Economic Integration: An Introduction*, y: Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009.
13. Baldwin Richard and Anthony J. Venables, *Regional Economic Integration*, y: *Handbook of International Economics*, vol. III, Edited by G. Grossman and K. Rogoff, Elsevier Science B.V, 1995.
14. Baldwin Richard and Charles Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Fourth Edition, McGraw-Hill, London, 2012.
15. Bayoumi Tamim and Barry Eichengreen, *Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries*, *Center for International and Development Economic Research (CIDER) Working Papers C96-o78*, University of California, Berkley, August 1996.
16. *Bibliography of the Global Financial / Economic Crisis*, Compiled by Thomas Bourke, *European University Institute Library*, 32nd edition, September 2015.
17. Blanchard Oliver, *Greece: A Credible Deal Deal Will Require Difficult Decisions By All Sides*, *IMFdirect*, June 14, 2015.
18. Bofinger Peter, Lars P. Feld, Wolfgang Franz, Christoph M Schmidt, Beatrice Weder di Mauro, [A European Redemption Pact](#), *VoxEU.org*, 9 November 2011.
19. Bootle Roger, *Leaving the euro: A practical guide*, Capital Economics, 2012.
20. Bordo Michael D. and Lars Jonung, *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?*, *NBER Working Paper 7365*, September 1999.
21. Bordo Michael D., Agnieszka Markiewicz and Lars Jonung, *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, *NBER Working Paper 17380*, September 2011.
22. Breuss Fritz, *Towards a New EMU*, *Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung Working Papers*, No. 447/2013.
23. Burgess Michael, *Federalism and European Union: The Building of Europe, 1950 – 2000*, Routledge, London, 2000.

24. Burgess Michael, *Comparative Federalism – Theory and Practice*, Routledge, London, 2006.
25. Ćirović Milutin, *Devizni kursevi*, Bridge Company, Beograd, 2000.
26. Coase Ronald, The New Institutional Economics, *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, Papers and Proceedings, May, 1998, стр. 72 – 74.
27. Cohen, B. J., Beyond EMU: The Problem of Sustainability, *Economics and Politics*, 5, 1993, стр. 187-203.
28. Commission, Mémorandum sur le programme d'action de la Communauté pendant la deuxième étape, Bruxelles, 24 octobre 1962, стр. 75-80, CVCE, 2013.
29. Commission européenne, Mémorandum sur la coordination des politiques économiques et sur la coopération monétaire au sein de la Communauté, 12 février 1969. *Bulletin de la Communauté économique européenne*. Mars 1969, n° Supplément 3/69.
30. Commission, Mémorandum de la Commission au Conseil sur la préparation d'un plan par étapes pour l'établissement d'une union économique et monétaire, Bruxelles, 4 mars 1970, COM(70) 300, *Bull. CE, Suppl. 3-1970*.
31. Commission: *Report on progress towards convergence and the recommendation with the view to the transition to the third stage of economic and monetary union, Part 2: Report*, 25 March 1998.
32. Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 326/47, 26. 10. 2012.
33. Correa Ricardo and Horacio Sapriza, Sovereign Debt Crises, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 1104, May 2014.
34. Council of the European Communities and Commission of the European Communities, *Treaty on European Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 1992.
35. Council of the European Union, Treaty Establishing the European Stability Mechanism, T/ESM 2012, 02. 02. 2012.

36. Council of the European Union, Agreement on the transfer and mutualisation of contributions to the Single Resolution fund, Brussels, EF 121 ECOFIN 342, 8457/14, 14 May 2014.
37. Council of the European Union, Council conclusions on a homogeneous extended single market and EU relations with Non-EU Western European Countries, *Press release*, 16 December 2014.
38. Council of the European Union, Council adopts rules setting up single resolution mechanism, *Press release*, Brussels, 14 July 2015.
39. Coeure Benoit, *The Monetary Policy of the European Central Bank*, Barclay's European Conference, Tokyo, 26 March 2012.
40. Constancio Vitor, Contagion and the European debt crisis, y: Banque de France, *Financial Stability Review*, April 2012, (109 – 121
41. Corden W. M., Monetary Integration, *Essays in International Finance*, No. 93, April 1972, Department of Economics, Princeton University, Princeton, 1972.
42. Cour-Thimann Philippine and Bernhard Winkler, ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures – The Role of Institutional Factors and Financial Structure, *ECB Working Paper Series*, No 1528, April 2013.
43. Court of Justice of the European Union, *Press release No. 70/15*, Luxembourg, 16 June 2015, Judgment in Case C-62/14 Gauweiler and Others.
44. Croke James, Chuaigh Ár Lá – Debt of A Gaelsman: Ireland's Sovereign Debt Crisis, National and International Response, *Northwestern Journal of International Law & Business*, Volume 32, Issue 2, Winter 2012.
45. Crum Ben, Tailoring Representative Democracy to the European Union: Does the European Constitution Reduce the Democratic Deficit? *European Law Journal*, Vol. 11, No. 4, July 2005, ctp. 452 – 467.
46. Davies, Howard, European banking union raises unanswerable questions, *Guardian blog*, June 29, 2012.
47. (De la Rosiere Group) The High Level Group of Financial Supervision in the EU, *Report*, Brussels, 25 February 2009

48. (Delors Report) Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April 17, 1989.
49. Dellas Harris and George S. Tavlas, An Optimum-Currency-Area Odissey, *Bank of Greece Working Papers*, No. 102, September 2009.
50. Delpla, J. and J. von Weizsäcker, The Blue Bond Proposal, *Bruegel Policy Brief*, updated version March 2011.
51. Deutscher Bundestag, *Basic Law for the Federal Republic of Germany*, Berlin, November 2012.
52. Directorate general for Internal Policies – Economic Governance Support Unit (EGOV), Committee Study on The Troika and financial assistance in the euro area: successes and failures, *Study on the request of the Economic and Monetary Affairs Committee*, Brussels, February 2014.
53. Dor Eric, Leaving the euro zone: a user’s guide, IESEG School of Management, Catholic University of Lille, *Working Paper Series*, 2011-ECO-06, October 2011.
54. Dwyer Gerald P. Jr. and James R. Lothian, International Money and Common Currencies in Historical Perspective, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper*, 2002-7, June 2002.
55. The ECB’s Response to the Financial Crisis, ECB, *Monthly Bulletin*, October 2010, ctp. 59 – 74.
56. Eichengreen Barry, Is Europe An Optimum Currency Area? *NBER Working Paper 3579*, January 1991.
57. Eichengreen Barry, The Breakup of the Euro Area, National Bureau of Economic Research, *Working Paper 13393*, Cambridge, MA 02138, September 2007.
58. Eichengreen Barry, The Sui Generis EMU, *NBER Working Paper 13740*, January 2008.
59. Eichengreen Barry, The euro: Love it or leave it? *VOX CEPR’s Policy Portal*, 04 May 2010.
60. Eichengreen Barry, Path to Grexit tragedy paved by political incompetence, *VOX CEPR’s Policy Portal*, 01 July 2015

61. El-Agraa Ali M., *The European Union – Economics and Policies*, Ninth Edition, Cambridge University Press, Cambridge, 2013.
62. Elliott Douglas J., Key Issues on European Banking Union: Trade-offs and Some Recommendations, Brookings Global Economy and Development, *Working Paper 52*, November 2012.
63. Emerson Michael, ed., *Britain's Future in Europe - The known Plan A to remain or the unknown Plan B to leave*, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, Rowman and Littlefield International, London, 2016.
64. European Central Bank, *EU Banking Structures*, October 2006.
65. European Central Bank, *Recent developments in supervisory structures in the EU member states (2007-10)*, Frankfurt, October 2010.
66. European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011.
67. European Central Bank, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012 , <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
68. ECB, Technical features of Outright Monetary Transactions , *Press release*, 6 September 2012.
69. European Central Bank, *Guide to Banking Supervision*, Frankfurt am Main, November 2014.
70. European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, April 2015.
71. European Central Bank, Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts, *ECB Economic Bulletin*, Issue 2, 2015, стр. 59 - 71.
72. European Central Bank, *The International Role of the Euro*, Frankfurt aM, July 2015.
73. European Central Bank, *Annual Report 2014*, Frankfurt aM, 2015.
74. European Central Bank, The Role of the Central Bank Balance Sheet in Monetary Policy, *Economic Bulletin*, No. 4, 2015
75. European Central Bank, Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, *ECB Economic Bulletin*, Issue 5 / 2015, стр. 30 – 45.

76. European Central Bank, The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures, *Economic Bulletin*, No 7, 2015.
77. European Commission, One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, No. 44, October 1990.
78. European Commission, *State aid: Commission gives guidance to Member States on measures for banks in crisis*, IP/08/1495, Brussels, 13th October 2008.
79. European Commission, Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, *European Economy*, No 7/2009.
80. European Commission, *Mario Monti Report: A New Strategy for the Single Market*, 9 May 2010.
81. European Commission, Reprot from the Commission to the European Parliament and to the Council: Review of Directive 94/19/EC on Deposit Guarantee Schemes, COM(2010)369 final, Brussels, 12. 7. 2010.
82. European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland, *European Economy Occasional Papers*, 76, February 2011.
83. European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, *European Economy Occasional Papers* 79, June 2011.
84. European Commission, *State Aid Scoreboard*, Autumn Update 2011 [COM(2011) 848].
85. European Commission, Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms, Brussels, 6.6.2012, SWD(2012) 166 final.
86. European Commission, A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate, Press release, Brussels, 28. November 2012.
87. European Commission, The Economic Adjustment Programme for Cyprus, *European Economy Occasional Papers* 149, May 2013.
88. European Commission, Commission proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union, *Press release*, Brussels, 10 July 2013.

89. European Commission, The Economic Adjustment Program for Ireland Autumn 2013 Review, *European Economy Occasional papers*, 167, December 2013.
90. European Commission, *Economic governance review*, Brussels, 28.11.2014, COM(2014) 905 final.
91. European Commission, Convergence Report 2014, *European Economy*, 4/214.
92. European Commission Directorate general for Internal Policies – Economic Governance Support Unit (EGOV), Committee Study on The Troika and financial assistance in the euro area: successes and failures, *Study on the request of the Economic and Monetary Affairs Committee*, Brussels, February 2014.
93. European Commission, Memo: A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the eurozone, Brussels, 28 March 2014.
94. European Commission, Statement Finalising the Banking Union: European Parliament backs Commission’s proposals (Single Resolution Mechanism, Bank Recovery and Resolution Directive, and Deposit Guarantee Schemes Directive), Brussels, 15 April 2014.
95. European Commission, The Economic Adjustment Programme for Portugal, 2011- 2014, *European Economy Occasional Papers 202*, October 2014.
96. European Commission, Memo/*Banking union: restoring financial stability in the eurozone*, Brussels, 09 March 2015.
97. European Commission Directorate-General for Communication, *The EU explained: Economic and monetary union and the euro*, Citizens information, Brussels, November 2014.
98. European Commission, *The European Union explained: Enlargement*, Brussels 2015.
99. European Commission, European Political Strategy Centre, The Social Dimension of the Economic and Monetary Union – Towards Convergence and Resilience, *EPSC Strategic Notes*, Issue 5, 18 June 2015.
100. European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, 22 June 2015.

101. European Commission, *Greece - Assessment of the Commission, in liaison with the ECB, of the request for stability support in the form of an ESM loan, in compliance with Art 13 of ESM Treaty*, 10 July 2015.
102. European Commission, Commission Staff Working Document, *Assessment of the Social Impact of the new Stability Support Programme for Greece*, SWD(2015) 162 final, Brussels, 19. 8. 2015.
103. European Commission, Completing Europe's Economic and Monetary Union: Commission takes concrete steps to strengthen EMU, *Press Release*, Brussels, 21 October 2015.
104. European Commission, A stronger Banking Union: New measures to reinforce deposit protection and further reduce banking risks, *Press release*, Strasbourg, 24 November 2015.
105. European Commission, Commission Staff Working Document - Serbia 2015 Report, Brussels, 10.11.2015, SWD(2015) 211 final.
106. European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions "Towards the completion of the Banking Union", COM(2015) 587 final, Strasbourg, 24.11.2015.
107. European Commission, A European Deposit Insurance Scheme (EDIS) – Frequently Asked Questions, Strasbourg, 24 November 2015.
108. European Commission, Fact Sheet: *A Stronger Banking Union – Creating a Single Deposit Guarantee Scheme in Europe*, November 2015.
109. European Commission, Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 4, No. 14, Special Edition (2015), *European Economy Institutional Paper 016*, January 2016.
110. European Council, *Remarks by President Van Rompuy at the press conference following the Eurozone Summit*, Brussels, 21 July 2011, EUCO 54/11 PRESSE 259 PR PCE 27.

111. European Council, The president, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, EUCO 120/12 PRESSE 296 PR PCE 102, Brussels, 26 June 2012.
112. European Council, Banking union: Single resolution fund on schedule for 1 January 2016, *Press Release*, 30. 11. 2015.
113. European Council, *Conclusions – 18 and 19 February 2016, Annex I: Decision of the Heads of State or Government, Meeting within the European Council, Concerning a New Settlement for the United Kingdom Within the European Union*, Brussels, February 2016.
114. European Court of Auditors, *European banking supervision taking shape — EBA and its changing context*, Special Report, 05/1014, Luxembourg, 2014.
115. European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Enquiry report on the role and operations of the Troika (ECB, Commission and IMF) with regard to the euro area programme countries (2013/2277(INI), *Draft Report*, 17.12.2013.
116. European Parliament, *United Kingdom's Renegotiation of its Constitutional Relationship with the EU: Agenda, Priorities and Risks*, Brussels, December 2015.
117. European Union, General Secretariat of the Council, *Rules for the organization of the proceedings of the Euro Summits*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2013.
118. Fabbrini Federico, The Intergovernmental Agreement on the Single Resolution Fund in Context, 21 *Maastricht Journal of European & International Law* (2014), 444 – 463.
119. Fic Tatiana et al., Labour Mobility within the EU – The Impact of the Enlargement and Transitional Arrangements, *NIESR Discussion Paper*, No. 379, 2011.
120. Finnerty, J. D., Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, *Financial management*, vol. 17, No. 4/1988.
121. Fleming Marcus J., On Exchange Rate Unification, *The Economic Journal*, Vol. 81, 1971, стр. 467 – 488.

122. Feldstein Martin, The Case Against EMU, *The Economist*, June 13, 1992.
123. Feldstein Martin, The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *NBER Working Paper 6150*, August 1997
124. Follesdal Andreas, Legitimacy Theories of the European Union, Arena – Center for European Studies, *University of Oslo Working Paper 04 – 15*, Oslo, 2004.
125. Follesdal Andreas and Simon Hix, Why There is a Democratic Deficit in the EU: A Response to Majone and Moravcsik, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44, Issue 3, стр. 532 - 52.
126. Fonteyne Wim et al., *Crisis Management and Resolution for a European Banking System*, IMF, WP/10/70, March 2010
127. Fouskas Vassilis K. and Constantine Dimoulas, *Greece, Financialization and the EU – The Political Economy of Debt and Destruction*, Palgrave Macmillan, 2013.
128. Frankel Jeffrey A. and Andrew K. Rose, The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *NBER Working Paper 5700*, 1997.
129. Frankel Jeffrey, Could Eurobonds be the answer to the Eurozone crisis? *VOX CEPR's Policy Papers*, 27 June 2012.
130. Friedman Milton, The Case for the Flexible Exchange Rates, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1950.
131. Friedman Milton, The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, v. 58 (1968), стр. 1 – 17.
132. Gariciano Luis, Five lessons from the Spanish cajas debacle for the new euro-wide supervisor, y: Thorsten Beck, ed.: *Banking Union for Europe – Risks and Challenges*, Centre for Economic Policy Research, London, 2012.
133. Goldberg Linda S., Is Optimum Currency Area Theory Irrelevant for Economies in Transition?, y: R.J. Sweeney, C. Wihlborg and T.D. Willett, eds., *Exchange Rate Policies for Emerging Market Economies*, Westview Press, 1999, стр. 45 – 60.

134. Goldstein Morris and Nicolas Véron, Too Big to Fail: The Transatlantic Debate, Peterson Institute for International Economics, *Working Paper Series*, WP 11 – 2, January 2011.
135. Goodhart Charles, Funding arrangements and burden sharing in banking resolution, y: *Banking Union for Europe Risks and Challenges*, Edited by Thorsten Beck, CEPR, London, 2012.
136. Goyal Rishi,et al., A Banking Union for the Euro Area , *International Monetary Fund Staff Discussion Note*, SDN/13/01, February 2013.
137. German Federal Constitutional Court Principal Proceedings ESM/ECB: Pronouncement of the Judgment and Referral for a Preliminary Ruling to the Court of Justice of the European Union, [Press release no. 9/2014, 7 February 2014.](#)
138. German Ministry of Finance, Comments on the latest Greek proposals, 10 July 2015. *Financial Times*, 10 July 2015.
139. Gross Daniel and Thomas May, How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!, *CEPS Policy Brief*, No. 202/February 2010, Updated 17 May 2010.
140. Grauwe Paul De and Francesco Paolo Mongelli, Endogeneities of Optimum Currency Areas – What the Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Papers Series*, No. 468, April 2005.
141. Grauwe Pol De, The Governance of a Fragile Eurozone, *CEPS Working Document No. 346*, May 2011.
142. Grauwe Paul De, *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014.
143. Grauwe Pol De, Paul De Grauwe, *Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Sovereign Debt Crisis*, Ku Leuven Euroforum, Lueven, September 2014
144. Grauwe Pol De, Greece is solvent but illiquid: Policy Implications, *VOX CEPR's Policy Portal*, 03 July 2015.

145. Gross Daniel, Adjustment within the Euro Area: Is it all about competitiveness?, *CEPS Special Report*, No. 127 / January 2016.
146. Habermas Jürgen, Why Europe Needs a Constitution? *New Left Review*, Sept / Oct. 2001, стр. 5 – 26.
147. Habermas Jürgen, Demokratija, solidarnost i evropska kriza, *Peščanik*, 12. 05. 2013.
148. Habermas Jürgen, Democracy in Europe - Why the Development of the European Union into a Transnational Democracy is Necessary and How it is Possible, *ARENA Working Paper 13*, Oslo, December 2014.
149. Haas, Ernst B., *The Uniting of Europe: Political, Social and Economic Forces, 1950-1957*, Stanford University Press, Stanford, 1958.
150. Halerberg Mark, Benedicta Marzinotto and Guntram B. Wolff, *An Assessment of the European Semester*, European Commission, Brussels, September 2012.
151. Hein Eckhard and Achim Truger, European Monetary Union: Nominal Convergence, Real Divergence and Slow Growth?, *WSI Discussion Paper No. 107*, September 2002.
152. Herr Hansjörg, The European Central Bank and the US Federal Reserve as Lender of Last Resort, *PANOECONOMICUS*, 2014, 1, Special Issue, стр. 59-78
153. Hesse, Martin, Christoph Pauly and Christian Reiermann, Brussels Pushes Forward with EU Banking Union, *Der Spiegel*, September 11, 2012.
154. High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, *Final report*, Brussels, 2 October 2012.
155. Хилфердинг Рудолф, *Финансијски капитал – Студија о најновијем развоју капитализма*, Култура, Београд, 1952.
156. Hix, Simon, *The political System of the European Union*, Second Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, 2007.
157. HM Government, *Review of the Balance of Competences between the United Kingdom and the European Union - Single Market*, Crown Copyright, London, July 2013.

158. Hoffman Stanley, Reflections on the Nation-State in Western Europe Today. *Journal of Common Market Studies* , 21 (1), 1982, стр. 21 - 38.
159. Hoffmann Stanley, Obstinate or Obsolete? The Fate of the Nation-State and the Case of Western Europe, *Daedalus*, Vol. 95, No. 3, Tradition and Change (Summer, 1966), стр. 862-915.
160. Hollande François: Ce qui nous menace, ce n'est pas l'excès d'Europe, mais son insuffisance, *Journal de Dimanche*, 19 juillet 2015.
161. House of Lords, European Union Committee - *Eighth Report 'Genuine Economic and Monetary Union' and the implications for the UK* , London, 11 February 2014.
162. House of Lords, European Union Committee, *The Post-Crisis EU Financial Regulatory Framework: do the pieces fit?* London, February 2015.
163. Hull Christina, *Opening Pandora's Box - David Cameron's Referendum Gamble on EU Membership*, Yale University Department of Political Science, April 21, 2014.
164. IMF, *Global Financial Stability Report - Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, April 2009.
165. International Monetary Fund, *GREECE: Request for Stand-By Arrangement*, May 5, 2010.
166. IMF, Statement by the EC, ECB, and IMF on the Second Review Mission to Greece, *Press Release No. 10/454*, November 23, 2010.
167. IMF, Statement by the European Commission, the ECB and IMF on the Fifth Review Mission to Greece *Press Release No.11/359*, October 11, 2011.
168. IMF, *Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, Rephasing and Request for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria*, November 30, 2011.
169. IMF, Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, *IMF Country Report No. 13/20*, January 2013.
170. IMF, Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, *IMF Country Report No. 15/165*, June 26, 2015.

171. Kalemli – Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: Assimetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, *CEPR Discussion Paper*, No. 4463.
172. Kenen, P.B., The theory of optimum currency areas: an eclectic view. У: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969, стр. 41–60.
173. Kenen Peter B., *Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates*, London School of Economics and Political Science, August 2000.
174. Kennen Peter B. and Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008.
175. Kenen Peter B., There Was No Analytical Alternative to the Theory of Optimum Currency Areas, *Econ Journal Watch*, Journal of the American Institute for Economic Research, Volume 7, No. 1, January 2010, стр. 73 – 75.
176. Kohen Benjamin J., *Monetary Unions*, EH.Net, Economic History Association.
177. Ковачевић Бојан, *Скривени федерализам – Федералистичко искуство у европским интеграцијама*, Албатрос плус, Београд, 2013.
178. Michael Krimminger and María J. Nieto, Closing financial institutions on both sides of the Atlantic: Are there differences in approach?, *CEPS Commentary*, 25 February 2015.
179. Krugman Paul, Lessons of Massachusetts for EMU, у: F. Torres and F. Giavazzi (eds.) *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, New York, 1993.
180. Krugman Paul R., and Maurice Obstfeld, *Međunarodna ekonomija – teorija i politika*, DataStatus, Beograd, 2009.
181. Krugman Paul R., Kenen, Mundell, and Europe, *The New York Times*, January 14, 2011.
182. Paul Krugman, Greece Over the Brink, *The New York Times*, June 29, 2015.

183. Langfield Sam and Marco Pagano, Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth, European central bank, *Working Paper Series*, No. 1797, May 2015.
184. Laursen Finn, Theory and Practice of Regional Integration, Miami – Florida European Union Center for Excellence, *Jean Monnet/Robert Schuman Paper Series*, vol. 8, No. 3, February 2008.
185. Levine, Ross, Bank-based or market-based financial systems: which is better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 2002.
186. Lucas, Robert, Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: Brunner K. and Meltzer, A., The Phillips Curve and Labor Markets, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, American Elsevier, New York, 1976, стр. 19 – 46.
187. Machlup Fritz, The History of Thought on Economic Integration, *NBER Working Paper 75 – 25*, February 1975.
188. Maes Ivo, On the Origins of the Franco – German EMU Controversies, *National Bank of Belgium Working Papers – Research Series No. 34*, July 2002.
189. Majone Giandomenico, Europe`s `Democratic Deficit`: The Question of Standards, *European Law Journal*, Vol. 4, No. 1, March 1999.
190. Majone Giandomenico, Rethinking European Integration After the Debt Crisis, London`s Global University, *The European Institute Working Paper*, No. 3/2012, June 2012.
191. Ernst Mandel, *Late Capitalism*, New Left Books, London, 1971.
192. Matheron Julien, Benoît Mojon and Jean-Guillaume Sahuc, The sovereign debt crisis and monetary policy, Banque de France, *Financial Stability Review*, No. 16, April 2012.
193. Matthijs Matthias, David Cameron`s Dangerous Game, *Foreign Affairs*, Sept/Oct 2013.
194. Matthijs Matthias M. and Kathleen R. McNamara, The Euro Crisis` Theory Effect - Northern Saints, Southern Sinners, *Modell Deutschland*, and the Demise of the Eurobond, June 2014, Prepared for 2015 Special Issue of *Journal of European Integration*.

195. McKinnon Ronald I., Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4, September 1963.
196. McKinsey Germany, The future of the euro - An economic perspective on the eurozone crisis, January 2012.
197. McNamara, Kathleen R., Managing the Euro – The European Central Bank, y: John Peterson and Michael Shackleton, eds., *Institutions of the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006, ctp. 169 – 190.
198. McNamara Kathleen R., The Forgotten Problem of Embedded ness - History Lessons for the Euro, y: *The Future of the Euro*, Edited by Matthias Matthijs and Mark Bluth, Oxford University Press, Oxford, 2015.
199. McNamara Kathleen R., Imagining Europe: The Cultural Foundations of EU Governance, *Journal of Common Market Studies*, 2015, ctp. 1 – 18.
200. Minford, P., V. Mahambare & E. Nowell, *Should Britain Leave the EU – An Economic Analysis of a Troubled Relationship*, Edward Elgar/Institute of Economic Affairs, Cardiff, 2005.
201. Mishkin Frderic S., Over trhe Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis, *NBER Working paper Series*, Working Paper 16609, December 2010
202. Mongelli Francesko Paolo, „New“ Views on the Optimum Currency Areas Theory: What is EMU Telling Us? *ECB Working Paper No. 138*, European central Bank, April 2002.
203. Moravcsik Andrew, Preferences and Power in the European Community: A Liberal Intergovernmental Approach, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 31, No. 4, 1993, ctp. 473 – 523.
204. Moravcsik Andrew, *The Choice for Europe*. Cornell University Press, Ithaca, 1998.
205. Moravcsik Andrew, ‘Federalism in the European Union: Rhetoric and Reality’ y: K. Nicolaidis and R. Howse (Eds), *The Federal Vision: Legitimacy and Levels of Governance in the United States and the European Union* (Oxford: Oxford University Press, 2001).

206. Moravcsik Andrew , In Defense of the `Democratic Deficit`: Reassessing Legitimacy in the European Union, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002, стр. 603 – 624.
207. Moravcsik Andrew, What Can We Learn from the Collapse of the European Constitutional Project? *Politische Vierteljahresschrift*, 47, 2006, Heft 2, стр. 219–241.
208. Moravcsik Andrew and Frank Shimmelfening, Liberal Intergovernmentalism, у. Antje Wiener and Thomas Diez, eds., *European Integration Theory*, Oxford University Press, Oxford, 2009, стр. 67 – 87.
209. Moreno Ramon, Learning from Argentina's Crisis, *FRB of San Francisco Economic Letter 002-31*, October 18, 2002.
210. Mundell Robert A., A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 657 – 665.
211. Mundell Robert A., Uncommon Arguments for Common Currencies, in H.G. Johnson and A.K. Swoboda (eds.), *The Economics of Common Currencies*, George Allen and Unwin Ltd, London, 1973, стр. 114 – 32.
212. Народна банка Србије, *Извештај о динаризацији финансијског система Србије*, Београд, септембар 2015.
213. Народна банка Србије, *Годишњи извештај о стабилности финансијског система 2014*, Београд, 2015.
214. Народна банка Србије, *Банкарски сектор у Србији – извештај за треће тромесечје 2015*, Београд, децембар 2015.
215. A New Settlement for the United Kingdom in a Reformed European Union, *Letter of the Prime Minister David Cameron*, 10 Downing Street, London, 10 November 2015.
216. North Douglass C., Institutions, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 5, Number 1, Winter 1991, str. 97 – 112.
217. North Douglass C., *The New Institutional Economics and Development*, United Nations Economic Commission for Europe, *Discussion Paper Series*, No. 2003/2, October 2003.

218. Narodowy Bank Polski, *The Economic Challenges of Poland's Integration with the Euro Area*, Warsaw, March 2015.
219. Padoa-Schioppa T., *The European Union and the Nation State*, Hume Occasional Paper, No 58, 2001.
220. Pagano, Marco, Sam Langfield, Viral Acharya, Arnoud Boot, Markus Brunnermeier, Claudia Buch, Martin Hellwig, André Sapir and Ieke van den Burg, *Is Europe overbanked?*, Report no. 4 of the European Systemic Risk Board's Advisory Scientific Committee, Brussels, 2014.
221. Panetta Fabio, Thomas Faeh, Giuseppe Grande, Corrinne Ho, Michael King, Aviram Levy, Federico M Signoretti, Marco Taboga and Andrea Zaghini, *An assessment of financial sector rescue programmes*, *BIS Papers*, No. 48, July 2009.
222. Papademos Lucas, *The role of the ECB in financial crisis management*, Speech at the Conference on "The cost of the financial crisis: Planning an exit strategy", Athens, 27. 05. 2000.
223. Parra Sergio de la, *The two pack on economic governance: an initial analysis*, European Trade Union Institute, Brussels, 2013.
224. Perotti Roberto, *The sovereign debt crisis in Europe: Lessons from the past, questions for the future*, стр. 2, 4. www.rperotti.com/.../recent_developments.pdf.
225. Puetter Uwe, *Just talking –The Eurogroup as a space for intergovernmental deliberation*, Paper prepared for the 3rd EPIC workshop, Florence, 18-22 September 2002.
226. Rodrik Dani, *Greece's Vote for Sovereignty*, *Project Syndicate*, 07. 07. 2010.
227. Rogoff Kenneth, *Why the Greek Bailout Failed*, *Project Syndicate*, 01. 07. 2015.
228. Петровић Перо, *Санација банкарских система – упоредна анализа*, Институт за међународну политику и привреду, Београд, 2002.
229. Phelps, Edmond S., *Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium*, *Journal of Political Economy*, v. 76 (1968), стр. 687 – 71.

230. Pierson Paul, *The Path to European Integration: A Historical Institutional Perspective*, , *Harvard University and Russell Sage Foundation Program for the Study of Germany and Europe Working Paper No. 5.2*, October 25, 1994.
231. Pisani-Ferry, Jean, Andre Sapir, Nicolas Veron, and Guntram Wolff , *What Kind of European Banking Union*, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/12, June 2012.
232. Poland will never join a 'burning' eurozone, says central bank governor, *The Telegraph*, 25 Jul 2015.
233. Pollack Mark A., *The New Institutionalisms and European Integration*, conWEB – web papers on Constitutionalism and Governance beyond the State, No. 1, 2008.
234. Puetter Uwe, *Just talking –The Eurogroup as a space for intergovernmental deliberation*, Paper prepared for the 3rd EPIC workshop, Florence, 18 - 22 September 2002.
235. Richter Franziska and Peter Wahl, *The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone*, WEED - World Economics, Environment & Development Association, Berlin, 2011.
236. Rosamond Ben, *Theories of European Integration*, St. Martin`s Press, New York, 2000.
237. Rose, A.K, *One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade*, *NBER Working Paper 7432*, December 1999.
238. Rosamond Ben, *The Uniting of Europe and the Foundation of EU Studies: Revisiting the Neofunctionalism of Ernst B. Haas*, University of Warwick, 2005.
239. Sachs Jeffrey D., *Germany, Greece, and the Future iof Europe*, *Project Syndicate*, Jul 20, 2015.
240. Sala-i-Martin Xavier and Jeffrey Sachs, *Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States*, *NBER Working Paper No. 3855*, October 1991.
241. Самарцић Слободан, *Европска унија између кризе и дезинтеграције*, *Право и друштво*, 2012/1, (стр. 9–26).

242. Самарцић Слободан, *Европска унија: систем у кризи, Са студијом случаја о односима Србије и ЕУ*, Издавачка књижарница Зорана Станојевића, Сремски Карловци, 2016.
243. Scheller Hanspeter K., *The European Central Bank – History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt a/M, 2004.
244. Snorrason, S. Th., *Asymmetric Economic Integration – Size Characteristic of Economies, Trade Costs and Welfare*, Springer, Hamburg, 2012.
245. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Università Bocconi, Opening of the academic year 2012-2013, Milan, 15 November 2012.
246. Stavarek Daniel and Iveta Repkova and Katarina Gajdosova, Theory of Financial integration and achievements in the European Union, *Munich Personal RePEc Archive*, 15. July 2011.
247. Stiglitz Joseph E., Europe's Attack on Greek Democracy, *Project Syndicate*, July 29, 2015.
248. Tew Brian, *The Evolution of the International Monetary System*, Hutchinson University Library, London, 1977.
249. Treaty Establishing the ESM, signed on 2 February 2012 , Consolidated version. <http://www.esm.europa.eu/about/legal-documents/ESM%20Treaty.htm>.
250. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (TSCG) [http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-\(tscg\)](http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-(tscg))
251. Trichet Jean-Claude, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48 Annual Review, 2010.
252. Trichet Jean-Claude: The ECB's response to the crisis Speech by Mr Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, at the WDR Europa-Forum, Berlin, 26 May 2011.
253. Triffin Robert, The Myths and Realities of the So-called Gold Standard, y: *International Finance – Selected readings*, Edited by R. N. Cooper, Penguin Books, Harmondsworth, 1969.

254. Vanssay Xavier de, *Monetary Unions in Historical and Comparative Perspective*, Third International Conference “Institutions In Transition”, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, Maribor, Slovenia October 8-9 1999.
255. Васиљевић Бранко, Нови амерички банкарски закон, *Југословенско банкарство*, 9 – 10/2000, стр. 68 – 76.
256. Васиљевић Бранко, *Санација банака – интегрални моменат кључни фактор транзиције у Југославији*, Факултет политичких наука – Центар за друштвено-економске студије, 2002.
257. Vasiljević Branko, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2009.
258. Васиљевић Бранко и Љубомир Шубара, Лекције грчке евро кризе, у: *Политички идентитет Србије у глобалном и регионалном контексту*, уредила Весна Кнежевић-Предић, Факултет политичких наука, Београд, 2015, стр. 125 – 135.
259. Van Leuvensteijn, M., Kok, C., Bikker, J. and van Ritsel, A., Impact of Bank Competition on the Interest Rate Pass-Through in the Euro Area, *ECB Working paper Series*, No 885, March 2008.
260. Venables Anthony J., The Economics of Preferential Trading Areas and Regional Integration, у: Mike Artis and Frederick Nixon, *The Economics of the European Union – Policy Analysis*, Fourth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2011.
261. Véron Nicolas, *Is Europe ready for banking union?*, VOX CEPR`s Policy Portal, 23 May 2012
262. Véron, Nicolas; Wolff, Guntram B., From supervision to resolution: Next steps on the road to European banking union, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2013/04, February 2013.
263. Weiler J. H. H., *Federalism and Constitutionalism: Europe`s Sonderweg*, The Jean Monnet Center for International and Regional Economic Law and Justice, NYU School of Law, 2000.

264. (Werner Report) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community*, Luxembourg, 8 October 1970.
265. Williamson Oliver E., The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead, *Journal of Economic Literature*, Vol.33, September 2000, ctp. 595 – 613.
266. Willett Thomas D, *Floating Exchange Rates and International Monetary Reform*, America Enterprise Institute, Washington, 1977.
267. Witte Bruno de, The European Treaty Amendment for the Creation of a Financial Stability Mechanism, Swedish Institute for European Policy Studies, *European Policy Analysis*, June 2011.
268. Wyplosz Charles, On Banking Union Speak the Truth, *Social Europe Journal*, September 17, 2012.
269. Wyplosz Charles, The New European Union, *VOX CEPR's Portal*, 4 July 2015.
270. Wyplosz Charles, Grexit: The staggering cost of central bank dependence, *Vox EU*, 29. 06. 2015.
271. Zettelmeyer Jeronim, Christoph Trebesch and Mitu Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, EBRD, July 2013.

БИОГРАФИЈА АУТОРА

Мр Љубомир Шубара рођен је 09. јануара 1965. године у Београду. Дипломирао је на Филозофском факултету Универзитета Београду, а последипломске студије завршио је на Економском факултету Универзитета у Београду, на коме је 1999. године стекао звање магистра економских наука, одбранивши магистарски рад под насловом: *„Модели финансијског понашања становништва у алтернативним економским и институционалним условима“*.

Од 1989. до 20001. године мр Љубомир Шубара је радио у Народној банци Југославије, у којој је био генерални директор дирекције, директор одељења и специјални саветник монетарног сектора. У том периоду, он је био и члан радне групе Експертског тима за реконструкцију монетарног система и увођење новог динара у Влади Републике Србије (1993 – 1996), као и специјални саветник гувернера др Драгослава Аврамовића.

Од 2001. до 2014. године, мр Љубомир Шубара радио је у области привреде, као финансијски и генерални директор привредних друштава Лукоил, Униброс, Дон кубано, Вест груп и у области консултантских услуга из финансија и привреде. Упоредо са тим, он је био ангажован као привремени заступник капитала и председник надзорног одбора предузећа ДИП и ФАМ. Одлуком Владе Републике Србије, крајем децембра 2014. године именован је за директора Агенције за приватизацију.

Говори и пише енглески језик.

Радам у Централној банци и привреди, мр Љубомир Шубара стекао је значајно искуство у области монетарне политике, фискалног дефицита и јавног дуга, девизног курса и финансијског тржишта као и управљања корпоративним финансијама, финансирања нових пројеката, спољнотрговинског пословања, организације и управљања компанијама и деловима компанија и приватизације. Знање је проширивао на низу семинара у иностранству, у Јапану, Куби, Великој Британији и САД. Области стручног и научног интересовања у којима се

ангажовао, показују да је докторанд имао довољно теоријског искуства, које га је и усмерило у истраживања везана за тему свог доктората.

Мр Љубомир Шубара је ожењен и отац четворо деце.

У бази података КОБИСС регистровани су објављени радови мр Љубомира Шубаре:

1. „Далеко од решења: стара девизна штедња“, *Економски сигнали*, 1/94. ИССН: 0354 – 5901;
2. „Лекције грчке евро кризе“ (коаутор), у: *Политички идентитет Србије у глобалном и регионалном контексту*, Зборник радова, уредила проф. др Весна Кнежевић – Предић, Факултет политичких наука, Београд, 2015, стр. 125 – 136. UDK 339.738:061.1 EU; 339.923:061.1. EU; 338.124.4 (495).

У објављеним радовима, докторанд истражује, с једне стране, облике и механизме имобилизације девизних уштеда као облик санације домаћег банкарског система а, са друге стране, процесе решавања јавног дуга Еврозоне, на примеру односа кредиторских држава и дужничке државе, Грчке, као и факторе који су у том процесу довели до угрожавања монетарне уније и делегитимизације њених институција.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани-а ЉУБОМИР М. ШУБАРА

бој уписа 1057

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

„ТЕОРИЈСКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ОСНОВЕ РАЗВОЈА И РЕФОРМИ

МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ“

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанца

У Београду, 11. априла 2106.

Прилог 2.

**Изјава о истоветности штампане и електронске
верзије докторског рада**

Име и презиме аутора: **Љубомир М. ШУБАРА**

Број уписа: **1057**

Студијски програм: /

Наслов рада: **„ТЕОРИЈСКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ОСНОВЕ РАЗВОЈА И
РЕФОРМИ МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ“**

Ментор: **Проф. Др Бранко ВАСИЉЕВИЋ**

Потписани, **Љубомир М. ШУБАРА**

изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис докторанда

У Београду, 11. априла 2016.

Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

„ТЕОРИЈСКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ОСНОВЕ РАЗВОЈА И РЕФОРМИ

МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ“

која је моје ауторско дело.

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

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
- ☒ 3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

У Београду, 11. априла 2016.

Потпис докторанда