

Др Јасмина Лабудовић Станковић*

УДК: 336.711(4-672EU)

ИНСТРУМЕНТИ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ И КРИЗА У ЕВРОЗОНИ**

Након кратког представљања инструмената монетарне политике Европске централне банке, аутор пажњу посвећује, коришћењу програма директних монетарних трансакција (ОМТ) у контексту решавања кризе у еврозони. Коришћење овог инструмента Уставни суд Немачке је окарактерисао на начин да је ЕЦБ изашла из оквира својих овлашћења, тако не водећи монетарну, већ економску политику ЕУ. С друге стране, аутор се бави и анализом узрока кризе у еврозони. Аутор објашњава да је један од узрока кризе непостојање услова за формирање монетарне уније и пре њеног стварања. Осим тога, ерупцији кризе допринели су и други фактори, као што је презадуженост држава, преливање капитала из сиромашних у богате државе, неспособност евра да омогући прилагођавање асиметричним шоковима (промене које једну земљу погађају другачије у односу на другу земљу), али и ослањање на неолибералну економију.

Кључне речи: инструменти монетарне политике, програм директних монетарних трансакција, монетарна политика, Европска централна банка, криза у еврозони

I УВОДНЕ НАПОМЕНЕ

Интеграција која лежи у основи стварања ЕУ, појам је међународне економије.¹ Такву интеграцију требало је да „осигура“ и финансијска интеграција.² Важну улогу у том процесу има Европска централна банка,³

* Ванредни професор Правног факултета Универзитета у Крагујевцу, e-mail:

jlabudovic@jura.kg.ac.rs

** Рад је резултат истраживања на пројекту Правног факултета Универзитета у Крагујевцу: "Усклађивање правног система Србије са стандардима Европске Уније", који се финансира из средстава Факултета.

¹ О интеграцији се може говорити и у политичком смислу, што би подразумевало укидање, односно смањење суверености држава. То је врло осетљиво питање (M. Keim, *Finanzmarktintegration in Europa – Implikationen für Stabilität in Sozialen Marktwirtschaften*, Stuttgart, 2009, 13).

² Предуслов интеграције је либерализација која представља отклањање правних препрека на домаћем тржишту капитала како би се омогућио долазак страних инвеститора, с једне стране, али и како би се отворила врата међународног тржишта

а фундаменталну тековину интеграције представља увођење евра.⁴ Постојање ове банке као јединствене централне банке, сада за 19 земаља,⁵ подразумева постојање монетарне уније⁶ (Европске монетарне уније), што даље подразумева вођење јединствене монетарне политике, јединствену валуту и јединствену девизну политику. Ипак, независно од тога што је монетарна унија успостављена и што постоји јединствена валута,⁷ чињеница је да у ЕМУ не постоји оптимално валутно подручје. Оно би постојало ако би постојали следећи предуслови: мобилност рада и капитала (мобилност фактора производње), флексибилност зарада, централизовани буџет, хармонизован правни систем и приближан (уједначен) степен привредног развоја земаља чланица.⁸ У таквим

капитала домаћим инвеститорима, с друге стране (Т. Southall, *European Financial Markets – the Effects of European Union membership on Central and Eastern European Equity Markets*, Heidelberg, 2008, 16-29).

³ Њеном настанку претходио је Европски монетарни институт са седиштем у Франкфурту.

⁴ Одрцање од националне валуте и увођење заједничке валуте подразумева одрицање од веома важног инструмента економске политике, тј. девизног курса који може да послужи за уравнотежење платног биланса. То говори о великој ригидности у евро зони, што подразумева одрицање од права да се утиче на промену цене валуте, на количину новца и дефинисање каматне стопе. Зато је погрешна претпоставка да елиминисање девизног курса (због увођења заједничке валуте) значи и елиминисање ризика да држава може да исплати све што дугује. Такав ризик (државни ризик), ипак остаје, односно повећава се (Dž. Stiglic, *Evro – kako zajednička valuta ugrožava budućnost Evrope*, Novi Sad, 2016, 40).

⁵ То су: Аустрија, Белгија, Грчка, Естонија, Ирска, Италија, Кипар, Литванија, Летонија, Луксембург, Малта, Немачка, Португалија, Словачка, Словенија, Финска, Француска, Холандија и Шпанија. Одлуку о проширењу ЕМУ доноси Савет ЕУ на предлог Комисије и мишљења ЕЦБ. Увођење евра у државама које се одричу своје националне валуте, а тако и проширење ЕМУ почива на Уредби о уређивању одређених питања која се односе на увођење евра (*Council Regulation (EC) No 1103/97 of 17 June 1997 on certain provisions relating to the introduction of the euro*, OJ L 162/1) и Уредби о увођењу евра (*Council Regulation (EC) No 974/98 of 3 May 1998 on the introduction of euro*, OJ L 139). Уредба је мењана сваки пут када би нова држава прихватила евро.

⁶ „Монетарна унија је заједнички монетарни систем више независних држава с једном валутом коју емитује јединствена централна банка (или се емитује у њено име) и која представља законско средство плаћања у државама чланицама уније“ (С. Голубовић, *Европска монетарна унија – Институционални аспекти*, Ниш, 2007, 17). Међутим, мора се рећи да иако је монетарних унија било и пре ЕМУ, није забележена ниједна унија међу толико различитих држава (Dž. Stiglic, *op. cit.*, 59).

⁷ Од евра је очекивано много, како на економском, тако и на политичком плану. Међутим, Стиглиц истиче да је увођење евра незапамћени експеримент и да су творци евра пошли од обичне претпоставке да ће евро подстаћи економску интеграцију, премда нису имали утемељење за то (*Ibid.*, 70-71).

⁸ Р. De Grauwe, *Ekonomija monetarne unije*, Sremski Karlovci, Novi Sad, 2004, 10-14.

околностима нема потребе да се врши промена девизног курса како би се елиминисали асиметрични шокови у привредама (промене које једну земљу погађају другачије у односу на другу). Без испуњења претходно наведених критеријума, функционисање ЕМУ је врло тешко. Заправо, могло би се рећи да оптимално валутно подручје у ЕМУ не постоји јер нису испуњени претходно поменути услови. Међу земљама чланицама присутне су велике разлике. Но, независно од тога, монетарна унија ипак и даље егзистира и поред свих проблема и криза са којима се суочава.⁹ То говори о томе да је политичка воља за постојањем ЕМУ врло изражена и да је, бар за сада, надоместила непостојање економских предуслова за то.¹⁰ Заједничка валута је допринела расту неједнакости и продубила разлике између развијених и неразвијених земаља.¹¹ Томе у прилог говори и чињеница да је криза у еврозони подстакла преливање, односно бег капитала из сиромашних и недовољно развијених држава у богате и развијене државе, што се негативно одражава и на привреду држава из којих капитал „отиче“.¹² Дуговна криза¹³ која је потресла еврозону и довела у питање опстанак евра као заједничке валуте је заправо *валутна криза*. Оваква криза је подстакнута системским ризиком, тј. чињеницом да све земље еврозоне имају заједничку валуту – евро, а не своје националне валуте. Будући да нема домаћег валутног тржишта, криза је усмерена на тржиште државних обвезница монетарне уније.¹⁴ Држава која је чланица ЕМУ због постојања јединствене валуте не може своје обвезнице, ради финансирања буџетског дефицита, да емитује у националној валути, већ

⁹ Генерално говорећи, криза евро зоне (нпр. дужничка криза у Грчкој) је последица непостојања оптималне валутне области, као и централизоване монетарне и децентрализоване фискалне политике (Ј. Лабудовић Станковић, *Финансијска тржишта Европе – преглед и анализа*, Крагујевац, 2012, 85).

¹⁰ Криза која прати еврозону последњих година води неодрживом нивоу дуга држава чланица. Механизми који се предузимају нису довољни да би кризу искоренили, већ она остаје као претња и убудуће (P. De Grauwe, Y. Ji, *The future of the Eurozone*, The Manchester School, September, 2014, 17).

¹¹ Такође, Џозеф Стиглиц је става да се постојеће стање не може одржати без наметања огромних трошкова грађанима, уз могућност да се заједничка валута може и укинути. Истовремено, сматра да је увођење евра нужно захтевало и стварање институција чији би задатак био да омогући функционисање заједничке валуте (Dž. Stiglic, *op.cit.*, 19, 31, 34, 37).

¹² *Ibid.*, 150, 153.

¹³ Названа је тако јер се сматрало да је криза у еврозони изазвана због презадужености држава, при чему нису узети у обзир стварни разлози кризе – непостојање критеријума који дефинишу оптималну валутну област, непостојање фискалне уније, политичке уније и сл.

¹⁴ M. Arghyrou, A. Kontonikas, *The EMU sovereign debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion*, Cardiff Business School, Cardiff University, Working paper series, 2010, 7.

заједничкој, тј. еврима. Високи дефицит може да одврати инвеститоре од куповине обвезница, односно да их подстакне да продају обвезнице које већ поседују, што ће, неминовно, присилити државу да нова средства за финансирање дефицита пронађе по вишој каматној стопи.¹⁵ То може довести до кризе ликвидности.

ЕЦБ¹⁶ је настала по узору на немачки систем централног банкарства, независно од тога што је раније било ставова да буде устројена према англосаксонском моделу централног банкарства.¹⁷ Основна разлика између поменутих два модела централног банкарства огледа се у циљевима и политичкој (не)зависности.¹⁸ Основни циљ ЕЦБ је ценовна стабилност.¹⁹ Међутим, код англосаксонског модела централног банкарства постоје три

¹⁵ С. Голубовић, *Фискална правила у Европској монетарној унији*, Ниш, 2012, 34-35.

¹⁶ ЕЦБ је створена захваљујући земљама чланицама ЕМУ које су се одрекле једног дела свог монетарног суверенитета и пренеле га на ЕЦБ (Т. Marauhn, M. Weiss, *The European Central Bank as regulator and as institutional actor*, in: Reiner Grote and Thilo Marauhn (ed.), *The Regulation of International Financial Markets – Perspectives for Reform*, Cambridge, 2006, 211). Монетарна сувереност подразумева одређивање и дефинисање новчане јединице, право емисије новца, одређивање девизног курса, регулисање платног промета и сл. Капитал ЕЦБ образован је од удела националних централних банака свих држава чланица ЕУ. Према подацима из 2015., највеће уделе имају Бундесбанка (Централна банка Немачке – 17,9973%), Централна банка Француске (14,1792%), Централна банка Италије (12,3108%). Наравно, било је и врло значајно учешће Централне банке Велике Британије до изласка из ЕУ. Учесће у капиталу ЕЦБ зависи од величине БДП и броја становника конкретне државе. Величина удела се коригује на сваких пет година, као и са сваким проширењем ЕУ. До сада су удели у капиталу ЕЦБ мењани 6 пута од оснивања. Доступно на:

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>. 8.11.2016.

¹⁷ Генерално посматрано, централна банка је институција која за разлику од пословних банака, нема за циљ максимизирање профита, већ остваривање одређених циљева који су у јавном интересу, као што је стабилност цена, ликвидност, спречавање банкрутства и контрола комерцијалних банака. Треба нагласити да се централна банка обично третира као део државног апарата. Чак и ако је централна банка акционарско друштво, приватни интереси не могу бити изнад јавног интереса. У таквом случају, акционари имају само право на дивиденду (фиксирану у одређеном проценту у односу на укупни капитал централне банке), али не могу водити монетарну политику (Ћ. Ђукић, *Централна банка и финансијски систем*, Чачак, 2001, 8-9).

¹⁸ Р. De Grauwe, *op.cit.*, 7-8.

¹⁹ Стабилност цена омогућава доношење одлука економских актера заснованих на поузданим информацијама, води ефикасној алокацији ресурса, односно расту друштвеног производа (С. Голубовић, 81-82). Овај циљ је јасно дефинисан у чл. 2 Статута ЕСЦБ и ЕЦБ (Protocol (No 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, *Official Journal of the European Union*, 26.10.2012, C 326/230).

циља који имају подједнаку важност: стабилност цена,²⁰ висока запосленост и финансијска стабилност. За овај други модел везује се политичка зависност централне банке од владе, док се за немачки модел централног банкарства везује политичка независност.²¹

За контролу аката ЕЦБ²² надлежан је Европски суд правде. Тужбу ЕСП може поднети Комисија, Савет или држава чланица и то због ненадлежности, повреде битних правила поступка, повреде Уговора о оснивању ЕЗ и других прописа, злоупотребе овлашћења и сл. Осим тога, Европски суд правде одлучује не само о тужбама за поништај аката ЕЦБ, већ је Лисабонским уговором дозвољено да се против ЕЦБ поднесе и тужба због пропуштања због уздржавања од деловања.²³

II ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ ЕВРОСИСТЕМА²⁴

Основе јединствене монетарне политике дефинисане су Уговором о функционисању ЕУ (одељак 2). Инструменти монетарне политике ЕМУ и поступак спровођења такве политике дефинисани су Статутом ЕСЦБ и ЕЦБ, као и у Смерницама ЕЦБ.²⁵ За вођење монетарне политике ЕЦБ користи следеће инструменте: операције на отвореном тржишту, обавезне резерве и кредите за преконоћну ликвидност.²⁶ Генерално, операције на отвореном тржишту представљају један од најважнијих инструмената које користе централне банке у жељи да утичу на количину новца у оптицају. Куповином

²⁰ О стабилности цена можемо говорити у апсолутном и релативном смислу. У апсолутном смислу, стабилност цена би подразумевала нулту стопу инфлације. У релативном смислу, стабилност цена подразумева ниску пројектовану стопу инфлације. Ценовна стабилност се од стране Савета гувернера ЕЦБ дефинише као годишњи раст хармонизованог индекса потрошачких цена испод 2% за евро област (*Harmonised Indices of Consumer Prices – HICP*) (P. De Grauwe, *op.cit.*, 297).

²¹ *Ibid.*, 7.

²² ЕЦБ је Лисабонским уговором из 2007. постала орган ЕУ, а тако и део институционалног оквира ЕУ (чл. 13 Уговора о ЕУ – Consolidated version of the Treaty on European Union, *Official Journal of the European Union*, 26.10.2012, С 326/13).

²³ З. Радивојевић, *Нова институционална реформа Европске уније*, Анали Правног факултета у Београду, бр. 1, 2009, 212.

²⁴ Европски систем централних банака (ЕСЦБ) чине ЕЦБ и националне централне банке држава чланица ЕУ, док Евросистем чини ЕЦБ и националне централне банке држава које су прихватиле евро (чл. 282 (1) Уговора о функционисању ЕУ – Treaty on the functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, 26.10.2012, С 326/49).

²⁵ Guideline of the European Central Bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem (recast) (ECB/2011/14) (2011/817/EU), *Official Journal*, L331.

²⁶ *Ibid.*, 10.

и продајом хартија од вредности на секундарном тржишту капитала централна банка, те тако и ЕЦБ, може повећавати (када купује хартије од вредности), односно смањивати (када продаје хартије од вредности) количину новца у оптицају. На тај начин се утиче и на висину каматне стопе, као и на ликвидност финансијског система. У оквиру операција на отвореном тржишту могуће је користити следећих пет инструмената: операције рефинансирања, тј. тзв. споразуме о рекуповини, као најважније (*reverse transaction*), директну куповину и продају хартија од вредности (*outright transactions*), емитовање сертификата од стране ЕЦБ (*issuance of ECB debt certificates*), девизне свопове (*foreign exchange swaps*), прикупљање орочених депозита (*collection of fixed-term deposits*). Операцијама на отвореном тржишту детаљније је посвећено треће поглавље Смерница ЕЦБ. Тако, за спровођење ових операција најважнији механизми су главне операције рефинансирања, дугорочне операције рефинансирања, операције финог подешавања (омогућују брзо деловање услед поремећаја који могу настати на финансијском тржишту узрокованих осцилацијама каматне стопе; за спровођење ових операција често се користе девизни свопови,²⁷ као и директна куповина и продаја дужничких хартија од вредности, као што су сертификати ЕЦБ²⁸) и структурне операције.²⁹ Структурне операције имају за сврху да се побољша структурна позиција Евросистема у односу на финансијски сектор. Њихова главна обележја су што доприносе ликвидности (утичу на повећање ликвидности – куповина, али је могу и смањивати – продаја, зависно од трансакције која се предузме) и нису стандардизоване. Структурне операције се спроводе често кроз директну куповину и продају хартија од вредности (*outright transactions*) од стране ЕЦБ. Оне подразумевају пренос власништва на хартијама од вредности са продавца на купца, без обавезе откупа. Извршавање ових трансакција је, по правилу, у надлежности националних централних банака, с тим што Савет гувернера изузетно може одлучити да ове трансакције обавља ЕЦБ.³⁰

Кредити за „преконоћну“ ликвидност су следећи важан инструмент ЕЦБ.³¹ Овај инструмент треба да обезбеди повећање, односно да утиче на смањење ликвидности у кратком року. Дакле, у питању су краткорочни (зато се још називају и преконоћни) кредити. Сваки одобрени кредит банци мора бити враћен сутрадан. Будући да су краткорочни, ови кредити су врло скупи и користе се само у крајњој нужди.³²

²⁷ *Ibid.*, 21.

²⁸ Сертификати ЕЦБ имају за задатак да апсорбују ликвидност на тржишту, а рок доспелости им је до 12 месеци.

²⁹ *Ibid.*, 17.

³⁰ *Ibid.*, 20.

³¹ Наравно, користе га и друге централне банке широм света.

³² С. Голубовић, *Европска монетарна унија...*, 105

И обавезне резерве представљају традиционални инструмент монетарне политике централних банака. То важи и за ЕЦБ која може захтевати од банака и других кредитних институција да држи одређени износ средстава на рачунима код националних централних банака у оквиру Евросистема.³³ Циљ обавезних резерви је деловање на каматну стопу и на ликвидност, а основ за његову примену представља чл. 19 Статута ЕСЦБ, Уредба ЕЦ 2531/98 и Уредба ЕЦБ/2003/9.

И чланови 17-24 Статута ЕСЦБ и ЕЦБ садрже одредбе које се односе на монетарну политику. У њима се предвиђају кредитне и операције на отвореном тржишту, одређивање стопе обавезне резерве, обезбеђење ефикасног платног промета, као и операције са иностранством, с тим што треба истаћи да Савет гувернера, као орган ЕЦБ, може да двотрећинском већином гласова донесе одлуку и о примени других инструмената за вођење монетарне политике (чл. 20 Статута ЕСЦБ и ЕЦБ).

Стратегија монетарне политике ЕЦБ је помало специфична будући да се ослања на два индикатора, те стога говоримо о стратегији заснованој на референтној вредности монетарног агрегата М3 (тзв. монетарно таргетирање) и стратегији заснованој на пројектовању циљне стопе инфлације (тзв. таргетирање инфлације).³⁴ Таква специфична стратегија ЕЦБ добила је назив стратегија монетарне политике усмерена ка стабилности.³⁵

Важно је истаћи да су могуће две ситуације у вези са вођењем монетарне политике ЕЦБ. Прво, како би пронашла адекватно решење за економске проблеме у оквиру ЕУ, могуће је да ЕЦБ промени монетарну политику. У литератури се то сматра легитимним, што се не може окарактерисати као напуштање примарног циља – стабилности цена.³⁶ Друга ситуација ће настати у случају када државе чланице ЕМУ карактерише фискална недисциплина и када ЕЦБ, такође, може променити монетарну политику. У таквом случају би се могло говорити о злоупотреби моћи. Ово из разлога што ЕЦБ може стопу инфлације да прилагођава промењеним околностима у економији, али не и да то буде разлог да се помогне државама које не поштују фискалну дисциплину.³⁷ Подсетимо да фискална недисциплина и децентрализована буџетска политика онемогућавају да ЕЦБ оствари свој основни циљ (стабилност цена).

Независно од тога што су правила о забрани преузимања дугова држава чланица и забрани монетарног финансирања предвиђена члановима 123 и 124 Уговора о функционисању ЕУ, она нису испоштована током кризе у

³³ *Ibid.*, 71.

³⁴ С. Голубовић, *Фискална правила...*, 297-298.

³⁵ Оваквој стратегији многи стручњаци истичу замерке (*Ibid.*, 299).

³⁶ С. Голубовић, *Европска монетарна унија* ..88.

³⁷ *Ibid.*

еврозони. То значи да је нарушена фискална дисциплина.³⁸ Додајмо да нису поштована ни правила предвиђена Пактом о стабилности и расту. Не само да Уговор о функционисању ЕУ предвиђа забрану преузимања дугова држава чланица и забрану монетарног финансирања, већ предвиђа забрану за државе чланице и органе ЕУ да се по повлашћеним условима задужују на финансијском тржишту.

Међутим, важно је поменути да Уговор о функционисању ЕУ предвиђа да Савет, на предлог Комисије, може да одобри финансијску помоћ државама чланицама онда када државе западну у проблеме због околности које нису под њиховом контролом, а у складу са принципом солидарности.³⁹ Осим ове директне помоћи, постоји могућност и за пружање индиректне помоћи, и то кроз тзв. акцију спасавања која подразумева куповину државних обвезница (обвезница држава које имају проблем са финансирањем дефицита и дуга, тј. са високим уделом буџетског дефицита и јавног дуга у БДП) на секундарном тржишту капитала. Други начин поменуте акције спасавања огледа се у одређивању ниске каматне стопе од стране ЕЦБ како би задуживање било што јефтиније.⁴⁰

Из претходних редова се може закључити да је линија између ситуација када ЕЦБ мења своју монетарну политику, с једне стране због економских проблема у унији, а са друге стране због фискалне недисциплине држава, врло танка, што отвара простор за различита тумачења у зависности од околности конкретног случаја. У једном контексту ЕЦБ може да прилагођава стопу инфлације промењеним околностима, али не тако да помогне државама које су фискално недисциплиноване. Међутим, ЕЦБ може у оквиру акције спасавања таквих држава, да одреди ниске каматне стопе и задуживање учини јефтинијим. То може, на неки начин, да значи да индиректно помаже финансирање задужених држава и да можда и може да злоупотреби своју моћ.

III ПРОГРАМ ДИРЕКТНИХ МОНЕТАРНИХ ТРАНСАКЦИЈА (ОМТ) И КРИЗА У ЕВРОЗОНИ

ЕЦБ је септембра 2012. саопштила јавности⁴¹ спровођење ОМТ програма који подразумева директну куповину државних обвезница на секундарном тржишту (*Outright transaction*). Ово право ЕЦБ подразумева да она може неограничено да купује државне обвезнице током кризе. На овај начин, ЕЦБ је преузела улогу „зајмодавца у последњој инстанци“, и то не само за банке, већ и

³⁸ С. Голубовић, *Фискална правила...*, 75.

³⁹ Чл. 122 Уговора о функционисању ЕУ.

⁴⁰ С. Голубовић, *Фискална правила...*, 75.

⁴¹ Прецизније, то је урадио председник ЕЦБ, Марио Драги, истичући да је ЕЦБ спремна све да учини како би се сачувао евро.

државе.⁴² Притом, треба појаснити да се обвезнице купују од тржишних посредника који су их претходно купили на примарном тржишту капитала. ЕЦБ да купује обвезнице на берзи, тј. секундарном тржишту капитала. У питању су обвезнице деноминоване у еврима, и то држава чланица ЕМУ. Циљеви овог програма су да се омогући деловање трансмисионог механизма,⁴³ да се очува јединствена монетарна политика и смање трошкови рефинансирања дугова држава.

Дакле, због кризе у којој су се нашле нарочито презадужене земље еврозоне,⁴⁴ као и због изгубљеног поверења у тржиште обвезница, ЕЦБ је најавила спровођење ОМТ програма.⁴⁵ Иако је каматна стопа за све државе иста (одређује је ЕЦБ), каматна стопа на државне обвезнице држава чланица се ипак разликовала. Негде је била већа (као знак високе задужености држава), а негде мања. Разлози за то представљају разлике у процени и степену ризика, затим, висина дуга земаља и сл.⁴⁶

Од тренутка када је јавност 2012. обавештена да ће ЕЦБ куповати државне обвезнице, распони у висини каматних стопа почели су да се смањују.⁴⁷ Такође, страх и паника су се смањивали. То је значило да је ЕЦБ гарант дугова држава чланица, што је на неки начин ојачало позицију ЕЦБ. Најава ЕЦБ да ће активирати програм директних монетарних трансакција (ОМТ), била је довољна да се постигне ефекат на тржишту обвезница. ЕЦБ је позајмљивала

⁴² P. De Grauwe, Y. Ji, *The future of the Eurozone...*, 25.

⁴³ Трансмисиони механизам представља механизам преко кога се сагледава утицај понуде новца и тражње за новцем на реални сектор привреде. Другачије речено, трансмисиони механизам показује како монетарна политика делује на реални сектор привреде (Ј. Лучић, *Монетарни трансмисиони механизам и стратегије монетарне политике*, Банкарство, бр. 1-2, 2007, 49). Више о трансмисионом механизму видети и у: F. Mishkin, *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Београд, 2006, 616-626; А. Живковић, Г. Кожегинац, *Монетарна економија*, Београд, 2009, 335-352; М. Бабић, *Макроекономија*, Загреб, 2004, 362-364.

⁴⁴ Дуговна криза се развијала од 2008, све до другог квартала 2012.

⁴⁵ ЕЦБ је користила и програма дугорочних операција рефинансирања које заједно са ОМТ програмом представљају неконвенционалне инструменте монетарне политике (F. Fichtner, M. Fratzscher, M. Podstawski, D. Ulbricht, *Making the Euro Area Fit for the Future*, DIW Economic Bulletin, 9, 2014, 6).

⁴⁶ Dž. Stiglic, *op.cit.*, 153-154.

⁴⁷ Распони у висини каматних стопа на грчке обвезнице су након овог саопштења опали са 27,3% у фебруару 2012. на 12% крајем 2012. Сличан тренд је постојао и у другим задуженим државама Италији, Шпанији и Потругалији, с тим што су највећи распони били код грчких обвезница (*Исто*, 227). Ово смањење распона није било последица смањења дуга земаља према БДП, већ искључиво смиривања тржишта насталог због поверења у оно што је саопштено. Да је смањење у распонима каматних стопа настало због смањења унутрашњих и спољашњих дугова, због раста конкурентности и сл., ОМТ програм не би ни био потребан (P. De Grauwe, Y. Ji, *Disappearing government bond spreads in the eurozone – Back to normal?*, CEPS Working Document, No. 396, 2014, 1).

новац банкама које су по ниским каматним стопама куповале државне обвезнице. Куповина државних обвезница подиже цену обвезница.⁴⁸ Ефекат тога је исти као да је извршена докапитализација банака.

Како смо претходно истакли, каматне стопе на обвезнице држава чланица ЕМУ су биле различите и подложне високим осцилацијама. Разлике у висини каматне стопе нису последица само разлика у макроекономским приликама, већ су последица и разлика у ризику премији (која одражава и ризик распада ЕМУ и укидања евра) на потраживане обвезнице и разлике између куповне и продајне цене.⁴⁹ Пре кризе ове разлике су биле близу нуле, али су нагло почеле да расту од 2010.⁵⁰ За презадужене земље највећи проблем је што емитовање обвезница у заједничкој валути значи да над том валутом немају никакву контролу. Уколико нека презадужена држава не може да изврши обавезе по основу емитованих обвезница, то значи да ће бити доведени у проблем повериоци, тј. купци тих обвезница који не могу намирити своја потраживања. Дакле, разлике у каматним стопама на државне обвезнице манифестују и ризик неизвршења обавеза по основу истих. С друге стране, ризик неизвршења обавеза условљен је бројним факторима, од којих је нарочито важан однос државног дуга према БДП.⁵¹ Међутим, распони код државних обвезница на националном тржишту (државе ван монетарне уније) зависе, осим од ризика неизвршења, и од ризика промене девизног курса, што није случај код тржишта државних обвезница у монетарној унији.⁵²

Поводом ОМТ програма биле су упућене многе жалбе од стране група појединаца пре него што је то урадио Савезни уставни суд Немачке. Подносиоци жалби су истицали да ЕЦБ нема овлашћење за спровођење ОМТ програма и да је он у супротности са забраном монетарног финансирања, али и да такве одредбе крше принципе демократије унете у немачки устав (Основни закон Немачке – *Grundgesetz*).⁵³

Због тога је Уставни суд Немачке поставио питање Европском суду правде да ли Уговор о оснивању ЕУ дозвољава ЕСЦБ да усвоји програм какав је ОМТ. Уставни суд је сматрао да је ОМТ нелегалан и да је ЕЦБ изашла из оквира својих овлашћења која се односе на вођење монетарне политике и да води економску политику. Поставило се и питање надлежности ЕСЦБ за спровођење овог програма, као и да ли је програм компатибилан са забраном монетарног финансирања. Немачки Уставни суд је био става да ОМТ програм

⁴⁸ Dž. Stiglic, *op.cit.*, 181.

⁴⁹ Court of Justice of the European Union, Press release No 70/15, Judgment in Case C-62/14, Luxembourg 16 June 2015, 1.

⁵⁰ P. De Grauwe, Y. Ji, *The future of the Eurozone...*, 26.

⁵¹ P. De Grauwe, Y. Ji, *Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone*, CEPS Working Document, No. 361, 2012, 1.

⁵² Зато у кратком року ризик промене девизног курса утиче на веће осцилације распона на тржишту државних обвезница ван монетарне уније (*Ibid.*, 8).

⁵³ P. De Grauwe, Y. Ji, *The future of the Eurozone...*, 26.

води монетарном финансирању, што је забрањено. Поводом тога изнети су многи правни и економски аргументи у образлагању одлука Уставног суда. Судије су се позивале на теорију ефикасних тржишта.⁵⁴

Сходно, теорији ефикасних тржишта,⁵⁵ цене на тржишту увек одражавају све расположиве информације које су релевантне за формирање цена. Такође, и промене цена одражавају промене доступних информација и процену тржишта у складу са промењеним информацијама. Према овој теорији, све релевантне информације које утичу на формирање цена доступне су свим учесницима на тржишту, по минималним трошковима. Дакле, све информације о обвезницама, акцијама и сл., утичу на формирање њихове цене.⁵⁶ Како би одбранио свој став и доказао да је постојећа ситуација одраз стања на тржишту, немачки Уставни суд је навео да је 2012. кредитно тржиште реаговало на дужнике који су постали несолвентни, а то се одразило на цене на финансијском тржишту (у овом случају цене државних обвезница).⁵⁷ То говори и у прилог томе да су сва финансијска тржишта повезана, а кредити су један од кључних фактора повезаности финансијских тржишта јер промене каматне стопе на једном сегменту тржишта утичу на промене каматних стопа на другом сегменту финансијских тржишта.⁵⁸ Уставни суд Немачке је сматрао да ЕЦБ није био потребан ОМТ програм за остваривање њеног основног циља – ценовне стабилности. Сматрао је да су активности ЕСЦБ значиле „арбитрарно мешање у тржишне активности и нису акт монетарне политике, већ фискалне и економске, односно то је монетарно финансирање и зато је противуставно.“⁵⁹ Практично, ЕЦБ је успела преко ОМТ програма да каматне стопе у земљама погођеним кризом сведе на ниво каматне стопе који ЕЦБ жели да одржи у еврозони. Међутим, мора се истаћи да ЕЦБ, као и свака друга централна банка, мора да интервенише када тржиште више не функционише, када постаје неефикасно. Онда она има функцију зајмодавца у последњој инстанци. Према мишљењу Фридмана, Шварца и Бернанкеа, у таквим ситуацијама треба да постоји координација монетарне и фискалне политике, како би се умирило тржиште, обезбедио трансмисиони механизам.⁶⁰

⁵⁴ A. Winkler, *Rescues Violating the German Constitution: The Federal Court Decides on a Theory of Finance*, LSE Financial Markets Group Special Paper Series, Special paper 231, July 2014, 4-5.; P. De Grauwe, Y. Ji, *Disappearing government bond spreads in the eurozone – Back to normal?*, 1.

⁵⁵ Као и када је дошло до финансијске кризе у САД, многи су говорили да је тржиште ефикасно и саморегулишуће, што би значило да ће „невидљива рука тржишта“, после извесног времена, опет обезбедити равнотежу и отклонити настале проблеме.

⁵⁶ P. Rose, M. Marquis, *Finansijske institucije i tržišta*, Irwin, 2011, 59.

⁵⁷ A. Winkler, *op.cit.*, 5.

⁵⁸ Поред кредита, на повезаност финансијских тржишта утичу спекулација и арбитража (P. Rose, M. Marquis, *op.cit.*, 15-17).

⁵⁹ A. Winkler, *op.cit.*, 6

⁶⁰ *Ibid.*, 11.

Како смо претходно истакли, Уставни суд Немачке се у својим ставовима позивао на законитости тржишта, тржишну логику, теорију ефикасних тржишта⁶¹ у оцени мера које је предузела ЕЦБ у време финансијске кризе. Практично, у основи његових ставова је концепција неолибералне економије.⁶² Уставни суд је сматрао да је ЕЦБ на недозвољен начин подстакла тржиште (пробудила га) и омогућила монетарно финансирање. С друге стране, ЕЦБ је независна институција, као и многе друге централне банке које су устројене по немачком моделу централног банкарства. Управо у време кризе, када настану тржишне несавршености и када тржиште само не може да се врати у стање равнотеже, независност централне банке се огледа и у предузимању мера како би тржиште вратила у стање равнотеже. Одговор ЕСП био је да ЕСЦБ има овлашћење за спровођење таквог програма, што произилази пре свега из Уговора о функционисању ЕУ (чл. 119, 123(1), 127(1 и 2)), као и из Статута ЕСЦБ и ЕЦБ (поглавље IV, чл. 17-24). Програм директних монетарних трансакција, тј. директна куповина државних обвезница деноминираних у еврима (тзв. ОМТ програм) не значи да је ЕЦБ прекорачила своја овлашћења у смислу вођења монетарне политике и није у супротности са забраном монетарног финансирања држава чланица.⁶³ ОМТ програм је, заправо, један од инструмената монетарне политике ЕСЦБ. Иако Уговор о функционисању ЕУ забрањује финансијску помоћ ЕСЦБ државама чланицама, он не искључује могућност ЕСЦБ да купује обвезнице претходно издате од стране државе чланице. Врло је важно нагласити и то да куповина обвезница на секундарном тржишту капитала није исто што и куповина на примарном тржишту капитала. Ипак, ЕСП примећује да би ОМТ програм могао да изазове ефекте као и директна куповина хартија од вредности на примарном тржишту, под условом да су купци обвезница знали да ће те обвезнице касније купити ЕСЦБ од стране јавних тела држава чланица.⁶⁴ ОМТ програм не би смео да служи за изигравање забране монетарног финансирања, већ само да буде у духу вођења здраве буџетске политике.

Међутим, Уставни суд Немачке је сматрао да ОМТ проузрокује инфлацију, односно да то чини ЕЦБ примењујући овакав програм, али и да се

⁶¹ У складу са овом теоријом, распони код државних обвезница ће опадати како се буде смањивао унутрашњи дуг земаља, спољашњи дуг, буџетски дефицит, како буде расла конкурентност привреде и сл., уз примену строгих мера штедње. Мешање ЕЦБ у побољшавање ових параметара кроз ОМТ програм подразумева да се не морају смањивати ови параметри. Постоји и теорија која каже да ће паника и страх допринети расту ових параметара. У таквим околностима нарочито постаје важна улога централне банке (ЕЦБ) да смири тржиште (P. De Grauwe, Y. Ji, *Disappearing government bond spreads in the eurozone – Back to normal?*, 1-2).

⁶² У суштини, неолиберална економија је и довела до кризе у еврозони.

⁶³ Court of Justice of the European Union, Press release No 70/15, Judgment in Case C-62/14, Luxembourg 16 June 2015.

⁶⁴ *Ibid.*, 3.

тако ствара морални хазард.⁶⁵ Треба истаћи да је ОМТ програм само најављен, а не и спроведен у пракси. Дакле, у питању су импулси које је ЕЦБ практично послала тржишним учесницима да ће предузети потребне мере како би умирила тржиште и смањила распоне између каматних стопа на државне обвезнице држава чланица еврозоне.

Због изнетих аргумената, Уставни суд Немачке је позвао да се изврши измена Уговора о функционисању ЕУ и да се појасни када и у ком обиму ЕЦБ може куповати обвезнице држава чланица, када је то мера монетарне политике, а када није.⁶⁶

IV УМЕСТО ЗАКЉУЧКА

Проблеми који настају због кризе у еврозони наводе на размишљање шта учинити како би се ситуација поправила.⁶⁷ Ситуација у еврозони каква је сада не значи да је одржива. Ако би се даље наставило без икаквих реформи структуре еврозоне, то би значило да евро не може опстати. Стручна јавност истиче да проблеми у еврозони нису решени и да заједничку валуту, као и државе које су је прихватиле, очекују кризе и у будућности уколико се не предузму одговарајуће мере. Има више предлога за решење проблема са којима се суочавају државе еврозоне. Неки предлози за решење кризе и враћање изгубљеног поверења у тржиште државних обвезница, потичу од Џ. Стиглица. На пример, он анализира више могућности – укидање евра, формирање два или више валутних подручја уместо једног које постоји данас, излазак Немачке из еврозоне (што би било најјефтиније), увођење тзв. флексибилног евра (који подразумева да се евро задржи у свим државама, с тим да се еври из на пример Грчке, као презадужене државе не могу размењивати за исту количину евра из Немачке)⁶⁸ и сл. У том смислу, предлаже се и увођење система заједничког осигурања депозита (обухватило би све банке у еврозони), заједнички надзор (и заједничке прописе) и процедуру решавања дугова (што чини тзв. банкарску унију).⁶⁹ Дакле, институционалне реформе еврозоне су нужне, што је питање које је важно не само за академски свет, већ и за креаторе политике.⁷⁰

⁶⁵ P. De Grauwe, Y. Ji, *The future of the Eurozone...*, 25

⁶⁶ A. Winkler, *op.cit.*, 17.

⁶⁷ Постојање евра онемогућава да привреде земаља достигну пуну запосленост. Разлог је у томе што у монетарној унији не могу да се користе ниже камате које ће подстаћи инвестиције и нижи курс који треба да подстакне извоз. Могуће је само користити инструменте фискалне политике, као што је смањење пореза (Dž. Stiglic, *op.cit.*, 118).

⁶⁸ *Ibid.*, 55.

⁶⁹ *Ibid.*, 154-155.

⁷⁰ M. Arghyrou, A. Kontonikas, *op.cit.*, 28.

De Grauwe и *Ji* истичу да је решавање проблема дугова у еврозони и кризе у еврозони немогуће без стварања фискалне уније (која би подразумевала консолидовање дугова држава чланица и централизован буџет ЕУ), а затим и политичке уније.⁷¹ За сада не постоји воља за тим, а излазак Велике Британије из ЕУ представља додатни проблем на путу решавања кризе.

Корени кризе су у банкарском сектору, јавним финансијама, као и реалној економији.⁷² Важан узрок проблема је и што она почива на неолибералној економији и тржишном фундаментализму. То је теза која подразумева да су тржишта сама по себи стабилна и ефикасна.⁷³ То и не треба да чуди јер се рад ЕЦБ заснива на принципима тржишне економије, слободној конкуренцији и ефикасној алокацији ресурса.⁷⁴ Међутим, криза је показала, као и много пута до тада, да је неолиберална економија неодржива.

Jasmina Labudović Stanković, LL.D.*

EUROPEAN CENTRAL BANK INSTRUMENTS AND EUROZONE CRISIS

Summary

After a short presentation of the of monetary policy instruments of the European Central Bank, the author speaks about use of outright monetary transactions (OMT program) in the context of resolving the crisis in the Eurozone. Using the OMT program, the Constitutional Court of Germany is characterized in such a way that the ECB go beyond the scope of their powers, and that is not instrument of monetary, but the economic policy of the EU. On the other hand, the author deals with the analysis of the causes of the Eurozone crisis. The author explains that one of the causes of the crisis is the lack of conditions for the formation of a Optimum Currency Area. In addition, the eruption of the crisis have contributed to other factors, such as over-

⁷¹ P. De Grauwe, Y. Ji, *Disappearing government bond spreads in the eurozone – Back to normal?*, 6.

⁷² F. Fichtner, M. Fratzscher, M. Podstawski, D. Ulbricht, *op.cit.*, 3.

⁷³ Dž. Stiglic, *op.cit.*, 50.

⁷⁴ Чл. 127, ст. 1 Уговора о функционисању ЕУ.

* Associate Professor at the Faculty of Law, University of Kragujevac.

indebtedness of the countries, overflow of capital from poor to rich countries, the inability of the euro to facilitate adjustment to asymmetric shocks (changes that affect a country different from the other country), but also concept of neoliberal economy.

Key words: *monetary policy instruments, OMT program, monetary policy, the European Central Bank, Eurozone crisis*