

Univerzitet Union u Beogradu
Beogradska bankarska akademija
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

mr Jana N. Spasojević

**UTICAJ SVETSKE EKONOMSKE KRIZE
NA EVROZONU**

Doktorska disertacija

Beograd, 2016.

Union University in Belgrade
Belgrade Banking Academy
Faculty for Banking, Insurance and Finance

Jana N. Spasojevic, M.Sc.

**THE IMPACT OF THE GLOBAL
ECONOMIC CRISIS ON THE EURO
AREA**

Doctoral Dissertation

Belgrade, 2016

PODACI O MENTORU I ČLANOVIMA KOMISIJE

Mentor:

dr Zoran Grubišić, redovni profesor
Beogradska bankarska akademija
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerzitet Union, Beograd

Članovi komisije:

dr Branko Živanović, vanredni profesor
Beogradska bankarska akademija
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerzitet Union, Beograd

dr Lidija Barjaktarović, vanredni profesor
Poslovni fakultet u Beogradu
Univerzitet Singidunum, Beograd

Datum odbrane: _____2016.

REZIME

Glavni cilj ove doktorske disertacije je da ukaže na sve nedoslednosti u socioekonomskoj konstrukciji evrozona zbog kojih nisu kreirani mehanizmi neophodni za uravnotežen i održiv razvoj Evropske monetarne unije kao i za amortizaciju spoljnih i unutrašnjih šokova sa kojima se vremenom susreću ekonomije. Stvaranje Evropske monetarne unije i uvođenje evra kao zajedničke valute, svakako je najveće dostignuće u evrointegracionom procesu. Evropska monetarna unija predstavlja prvu monetarnu uniju u istoriji u kojoj su se suverene demokratske države dogovorile da iz upotrebe izbacе nacionalne valute i uvedu jedinstvenu, do tada nepostojeću valutu - evro. Evropska monetarna unija predstavlja jedinstven slučaj u kome se u vođenju ekonomske politike kombinuje centralizovana monetarna politika i decentralizovana fiskalna politika, koja je ostala u isključivoj nadležnosti država članica. Rad pruža veliki broj korisnih informacija, koje su navedene sa ciljem da omoguće kompletan uvid u osnovne karakteristike evrozona, kao i prednosti i nedostatke njenog stvaranja.

Predmet disertacije je i da ispita uzroke nastanka i faze razvoja krize evra, sa posebnim fokusom na prelivanju globalne finansijske krize na evropsko tržište. Kriza koja je otpočela 2007. godine se brzo, poput domino efekta, proširila iz SAD na druge države, kao i sa finansijskog na realni sektor, i ubrzo je eskalirala do neočekivanih razmera. Hipotekarna kriza koja je inicirana na tržištu SAD je najveća kriza koja je pogodila svetsku privredu od kraja Drugog svetskog rata do danas. Ovaj finansijski kolaps je otkrio da, kontra očekivanjima, Evropska unija nije imala dovoljno sredstava da zaustavi spiralu širenja insolventnosti koja je kulminirala u vidu krize privatnog i javnog duga u evrozoni. Za evrozonu su karakteristične tri povezane krize, koje su zajedno dovele u pitanje održivost valutne unije: bankarska kriza, kriza suverenog duga, i kriza rasta i konkurentnosti. Takođe, nasuprot očekivanjima, tržište rada nije ispoljilo neophodnu fleksibilnost koja je uslov za ublažavanje krize koja je sa različitim intenzitetom pogodila ekonomije država članica evrozona.

Cilj disertacije je i da prikaže kombinovane mere regulatornih intervencija koje su primenjene kako bi se kriza rešila, kao i one koje bi trebalo da se primene kako bi slične krize bile izbegnute u budućnosti. Rad prikazuje i planirane faze završetka konstrukcije Evropske monetarne unije, kao i moguće budućnosti evra i evrozona.

Ključne reči: Evropska monetarna unija, evro, evrozona, države članice, konvergencija, Evropska centralna banka, mere monetarne i fiskalne politike, optimalna valutna zona, kriza suverenog duga.

ABSTRACT

The main goal of this doctoral dissertation is to point out all the inconsistencies in the socio-economic structure of the euro area which resulted in the lack of creation of mechanisms necessary for the balanced and sustainable development of the European Monetary Union as well as the amortization of external and internal shocks which the economies are exposed to over time. The creation of the European Monetary Union and the introduction of the euro as a common currency is certainly the greatest achievement in the European integration process. The European Monetary Union is the first monetary union in the history in which sovereign democratic states agreed to stop using their national currencies and to introduce a single new currency - the euro. The European Monetary Union is unique in a way that the conduct of economic policy combines a centralized monetary policy and decentralized fiscal policy, which remains under the exclusive competence of the member states. A lot of useful information is provided in order to give a full insight into the main characteristics of the euro area, as well as the advantages and disadvantages of its creation.

The object of the dissertation is to explore the causes and development of the euro crisis, with a special focus on the spillover of the global financial crisis on the European market. The crisis that began in 2007 quickly spread, like a domino effect, from the US to other countries, as well as from the financial to the real sector, and it soon escalated to unexpected proportions. The subprime mortgage crisis which was initiated in the US market is the biggest crisis that hit the world economy since the Second World War. This financial collapse revealed that, counter to expectations, the European Union did not have enough resources to stop the spread of insolvency spiral which culminated in a crisis of public and private debt in the euro area. There were three related crises in the euro area, which together called into question the sustainability of the currency union: the banking crisis, sovereign debt crisis, and growth and competitiveness crisis. Also, contrary to expectations, the labor market has not demonstrated the necessary flexibility as a condition for mitigating the crisis which with varying intensity hit the economies of the member states of the euro area.

The goal of this dissertation is to illustrate the combined regulatory measures which have been implemented in order to solve the crisis, as well as those which should be adopted in order to avoid similar crises in the future. This dissertation explains the planned phases of completion of the construction of the European Monetary Union, as well as the possible future of the euro and the euro area.

Key words: European Monetary Union, euro, euro area, member states, convergence, European Central Bank, monetary and fiscal policy, optimum currency area, sovereign debt crisis.

Univerzitet Union u Beogradu
Beogradska bankarska akademija
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

IZJAVA O AUTORSTVU

Izjavljujem da je doktorska disertacija pod naslovom „Uticaj svetske ekonomske krize na evrozonu“ rezultat mog samostalnog istraživačkog rada i da su korišćene bibliografske reference istinito i jasno navedene, kao i da su sumarno prezentovane u okviru Literature.

U Beogradu,

_____2016.

Potpis autora

mr Jana Spasojević

SADRŽAJ

SPISAK SKRAĆENICA.....	VI
SPISAK TABELA	IX
SPISAK GRAFIKONA.....	X
UVOD	1
I. EVROPSKA MONETARNA UNIJA I EVRO	13
1. STVARANJE EVROPSKE MONETARNE UNIJE.....	13
1.1. ISTORIJA EVROPSKIH INTEGRACIJA.....	13
1.2. USLOVI ULASKA U EVROPSKU MONETARNU UNIJU	24
1.3. PREDNOSTI I NEDOSTACI STVARANJA EVROPSKE MONETARNE UNIJE.....	30
2. SOCIOEKONOMSKE I POLITIČKE KONTROVERZE UVOĐENJA EVRA	39
2.1. MOTIVI EVROPSKIH INTEGRACIJA.....	39
2.2. FAZE EKONOMSKIH I POLITIČKIH REGIONALNIH INTEGRACIJA.....	42
2.3. TEORIJE EVROPSKIH REGIONALNIH INTEGRACIJA	48
II. MONETARNA POLITIKA, FISKALNA POLITIKA I TRŽIŠTE RADA	58
3. CILJEVI I ZADACI EVROPSKE CENTRALNE BANKE	58
3.1. ORGANIZACIJA I FUNKCIONISANJE EVROPSKE CENTRALNE BANKE	58
3.2. NEZAVISNOST, ODGOVORNOST I TRANSPARENTNOST EVROPSKE CENTRALNE BANKE.....	63
3.3. CILJEVI EVROPSKE CENTRALNE BANKE.....	66
3.4. ZADACI EVROPSKE CENTRALNE BANKE	69
4. STRATEGIJA I INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE	71
4.1. STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE	71
4.2. INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE.....	80
4.3. REFERENTNE KAMATNE STOPE I VODEĆI KAMATNI INDIKATORI	87
4.4. MEHANIZAM TRANSMISIJE MONETARNE POLITIKE U EVROZONI	90
4.5. ODGOVOR EVROPSKE CENTRALNE BANKE NA KRIZU U EVROZONI	94
5. FISKALNA POLITIKA U EVROPSKOJ MONETARNOJ UNIJI.....	103
5.1. FISKALNA DISCIPLINA I PRAVILA U EVROPSKOJ MONETARNOJ UNIJI.....	103
5.2. PAKT O STABILNOSTI I RASTU	109
5.3. NOVI FISKALNI OKVIRI EVROZONE.....	120
5.4. IZVRŠENE REFORME FISKALNOG SISTEMA.....	126
6. TRŽIŠTE RADA U EVROPSKOJ MONETARNOJ UNIJI: SOCIOEKONOMSKA PERSPEKTIVA	130
6.1. EFEKTI EVROPSKIH INTEGRACIJA NA TRŽIŠTE RADA	130
6.2. NEZAPOSLENOST TOKOM KRIZE.....	132
6.3. MOBILNOST RADNE SNAGE.....	136

6.4.	REFORME TRŽIŠTA RADA PRE I TOKOM KRIZE	143
6.5.	DEMOGRAFSKE PROJEKCIJE ZA EVROZONU	151
III.	KRIZA EVRA.....	157
7.	EKONOMSKI I SOCIOPOLITIČKI UZROCI NASTANKA KRIZE EVRA	157
7.1.	TEORIJA OPTIMALNE VALUTNE ZONE.....	157
7.2.	EVROZONA KAO OPTIMALNA VALUTNA ZONA	169
7.3.	TEORIJA OPTIMALNE VALUTNE ZONE I KRIZA U EVROZONI	173
7.4.	UZROCI NASTANKA KRIZE U EVROZONI.....	181
8.	RAZVOJ KRIZE EVRA	198
8.1.	NASTANAK GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE	198
8.2.	RAZVOJ GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE I PRELIVANJE NA EVROPSKO TRŽIŠTE.....	201
8.3.	TRI KRIZE EVRA	210
8.4.	PROBLEM INTERPRETACIJE KRIZE	219
8.5.	ODGOVOR NA KRIZU SUVERENOG DUGA U EVROZONI.....	225
IV.	BUDUĆNOST EVRA.....	231
9.	BUDUĆNOST EVROPSKE MONETARNE UNIJE	231
9.1.	POREĐENJE KRIZE EVRA SA PRETHODNIM KRIZAMA U EVROPI	231
9.2.	BUDUĆNOST EVROPSKIH INTEGRACIJA.....	232
9.3.	EVROZONA KAO UGRAĐENA VALUTNA ZONA	241
9.4.	ZAVRŠETAK KONSTRUKCIJE EVROPSKE MONETARNE UNIJE	246
9.5.	UTICAJ KRIZE NA BUDUĆNOST EVRA	253
	ZAKLJUČAK	258
	LITERATURA.....	264

SPISAK SKRAĆENICA

- ABS - *Asset-Backed Securities* - Hartije od vrednosti obezbeđene aktivom
- AGS - *Annual Growth Survey* - Godišnji pregled rasta
- ALMP - *Active Labour Market Policies* - Aktivne mere politike tržišta rada
- AQR - *Asset Quality Review* - Pregled kvaliteta aktive
- ASEAN - *Association of Southeast Asian Nations* - Asocijacija južnoazijskih naroda
- CA - *Current Account* - Tekući račun
- CAP - *Common Agricultural Policy* - Zajednička poljoprivredna politika
- CB - *Covered Bonds* - Pokrivene obveznice
- CDO - *Collateralized Debt Obligation* - Kolateralizovana dužnička obaveza
- CDS - *Credit Default Swap* - Svop kreditnih neizvršenja
- CEI - *Complete Economic Integration* - Potpuna ekonomska unija
- CFSP - *Common Foreign and Security Policy* - Zajednička spoljna i bezbednosna politika
- CM - *Common Market* - Zajedničko tržište
- CU - *Customs Union* - Carinska unija
- EBA - *European Banking Authority* - Evropsko nadzorno telo za bankarstvo
- EBC - *European Business Cycle* - Evropski poslovni ciklus
- EBF - *European Banking Federation* - Evropska bankarska federacija
- EC - *European Communities* - Evropska zajednica
- ECA - *Embedded Currency Area* - Ugrađena valutna zona
- ECB - *European Central Bank* - Evropska centralna banka
- ECJ - *European Court of Justice* - Evropski sud pravde
- ECOFIN - *Economic and Financial Affairs Council* - Ekonomski i finansijski savet
- ECON - *Committee on Economic and Monetary Affairs* - Komitet za ekonomska i monetarna pitanja
- ECS - *Enhanced Credit Support* - Mere pojačane kreditne podrške
- ECSC - *European Coal and Steel Community* - Evropska zajednica za uglj i čelik
- ECU - *European Currency Unit* - Eki
- EDP - *Excessive Deficit Procedure* - Postupak u slučaju prekomernih deficita
- EEC - *European Economic Community* - Evropska ekonomska zajednica
- EFB - *European Fiscal Board* - Evropski fiskalni odbor
- EFSF - *European Financial Stability Facility* - Evropski fond za finansijsku stabilnost
- EFSM - *European Financial Stability Mechanism* - Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost
- EFTA - *European Free Trade Association* - Evropsko udruženje slobodne trgovine
- EIB - *European Investment Bank* - Evropska investiciona banka
- EIOPA - *European Insurance and Occupational Pensions Authority* - Evropsko nadzorno telo za osiguranje i strukovno penzijsko osiguranje
- ELA - *Emergency Liquidity Assistance* - Hitna pomoć u likvidnosti

- EMCF - *European Monetary Cooperation Fund* - Evropski fond za monetarnu saradnju
- EMF - *European Monetary Fund* - Evropski monetarni fond
- EMI - *European Monetary Institute* - Evropski monetarni institut
- EMS - *European Monetary System* - Evropski monetarni sistem
- EMU - *European Monetary Union* - Evropska monetarna unija
- EONIA - *Euro Over Night Index Average*
- EP – *European Parliament* – Evropski parlament
- EPL - *Employment Protection Legislation* - Zakonska zaštita zaposlenja
- ERM - *Exchange Rate Mechanism* - Mehanizam deviznog kursa
- ERP - *European Recovery Program* - Program za evropsku obnovu
- ESA - *European Supervisory Authorities* - Evropske supervizorske vlasti
- ESCB - *European System of Central Banks* - Evropski sistem centralnih banaka
- ESFS - *European System of Financial Supervision* - Evropski sistem finansijske supervizije
- ESM - *European Stability Mechanism* - Evropski stabilizacioni mehanizam
- ESMA - *European Securities and Markets Authority* - Evropska uprava za hartije od vrednosti i tržišta
- ESRB - *European Systemic Risk Board* - Evropski odbor za sistemski rizik
- ESS - *ESM Stability Support* - ESM podrška za stabilnost
- EU - *European Union* - Evropska unija
- EUN - *Economic Union* - Ekonomska unija
- EURATOM - *European Atomic Energy Community* - Evropska zajednica za atomsku energiju
- EURES - *European Employment Services* - Evropska služba za zapošljavanje
- EURIBOR - *Euro Interbank Offered Rate*
- EWS - *Early Warning System* - Sistem ranog upozorenja
- FED - *Federal Reserve System* - Federalne rezerve
- FTA - *Free Trade Agreement* - Zona slobodne trgovine
- GIIPS - Grčka, Italija, Irska, Portugalija i Španija
- GIPS - Grčka, Italija, Portugalija, Španija
- HCI - *Harmonised Competitiveness Indicator* - Harmonizovani indikator konkurentnosti
- HICP - *Harmonised Index of Consumer Prices* - Harmonizovani indeks potrošačkih cena
- HoSG - *Heads of State and Government* - Predsednici država i vlada
- IMBA - *Macroeconomic Imbalances Line* - Makroekonomska neravnotežna linija
- IMS - *International Monetary System* - Međunarodni monetarni sistem
- JHA - *Justice and Home Affairs* - Pravosuđe i unutrašnji poslovi
- LTRO - *Longer-Term Refinancing Operations* - Dugoročne operacije refinansiranja
- MBA - *Macroeconomic Balance Line* - Makroekonomska ravnotežna linija
- MIP - *Macroeconomic Imbalance Procedure* - Postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža
- MMF - Međunarodni monetarni fond

- MRO - *Main Refinancing Operations* - Glavne operacije refinansiranja
- MTO - *Medium-Term Objective* - Srednjoročni cilj
- NAFTA - *North American Free Trade Agreement* – Severnoamerički sporazum o slobodnoj trgovini
- NAIRU - *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* - Stopa nezaposlenosti koja ne ubrzava inflaciju
- NAMA - *National Asset Management Agency* - Nacionalna agencija za upravljanje aktivom
- NCB - *National Central Bank* - Nacionalna centralna banka
- NEET - *Not in Education, Employment or Training* - Nisu u fazi obrazovanja, zaposlenja ili obučavanja
- OCA - *Optimum Currency Area* - Optimalna valutna zona
- OECD - *Organization for Economic Cooperation and Development* - Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj
- OEEC - *Organization for European Economic Cooperation* - Organizacija za evropsku ekonomsku saradnju
- OHIO - *Own Houses in Order* - Sopstvene kuće su u redu
- OMO - *Open Market Operations* - Operacije na otvorenom tržištu
- OMT - *Outright Monetary Transactions* - Trajne novčane transakcije
- OSCE - *Organization for Security and Co-Operation in Europe* - Organizacija za bezbednost i saradnju u Evropi
- PMI - *Purchasing Managers Index* - Kupovni menadžerski indeks
- PSPP - *Public Sector Purchase Programme* - Program kupovine javnog sektora
- PTA - *Preferential Trade Agreement* - Preferencijalna trgovina
- QE - *Quantitative Easing* - Kvantitativne olakšice
- RQMV - *Reverse Qualified Majority Voting* - Mehanizam obrnutog glasanja kvalifikovanom većinom
- SEA - *Single European Act* - Jedinstveni evropski akt
- SGP - *Stability and Growth Pact* - Pakt o stabilnosti i rastu
- SIV - *Structured Investment Vehicle* - Strukturisan investicioni entitet
- SMP - *Securities Market Programme* - Program tržišta hartija od vrednosti
- SPV - *Special Purpose Vehicle* - Institucija sa specijalnom funkcijom
- SRF - *Single Resolution Fund* - Jedinstveni fond za rešavanje problema
- SRM - *Single Resolution Mechanism* - Jedinstveni mehanizam za rešavanje problema
- SSM - *Single Supervisory Mechanism* - Jedinstveni nadzorni mehanizam
- TARGET2 - *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*
- TEC - *Treaty Establishing the European Community* - Ugovor o osnivanju Evropske zajednice
- TEU - *Treaty on European Union* - Ugovor o Evropskoj uniji
- TSCG - *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union* - Sporazum o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji
- ULC - *Unit Labour Costs* - Jedinični troškovi rada

SPISAK TABELA

Tabela 1: Prekretnice evropskih integracija	13
Tabela 2: Ispunjenost kriterijuma konvergencije država članica EU (van evrozona) (u aprilu 2014. godine).....	28
Tabela 3: Oblici ekonomske integracije i njihove karakteristike	44
Tabela 4: Proširene faze ekonomskih integracija	46
Tabela 5: Definicije monetarnih agregata u evrozoni	77
Tabela 6: Operacije monetarne politike Evrosistema.....	87
Tabela 7: Godišnji nivoi najvažnijih referentnih kamatnih stopa ECB (%).....	95
Tabela 8: Raspored kazni	114
Tabela 9: Vremenski prikaz postupka u slučaju prekomernog deficita.....	115
Tabela 10: Razvoj fiskalnih pokazatelja tokom primene Pakta o stabilnosti i rastu (% BDP-a)	115
Tabela 11: Centralizacija fiskalnih ovlašćenja Evropske komisije u fiskalnom nadzoru: rezime ključnih novostečenih ovlašćenja.....	126
Tabela 12: Uticaj učesnika na reforme uređenja fiskalnog nadzora EMU.....	127
Tabela 13: Demografske projekcije za evrozonu	153
Tabela 14: Ispunjenost kriterijuma optimalne valutne zone.....	169
Tabela 15: Stopa rasta realnog BDP država članica evrozona (% promena u odnosu na prethodnu godinu).....	182
Tabela 16: Bilans tekućeg računa (% BDP)	186
Tabela 17: Fiskalne pozicije u godini pristupanja države evrozoni	188
Tabela 18: Dug opšte države (% BDP)	214
Tabela 19: Budžetski deficit (-) i suficit (+) opšte države (% BDP).....	215
Tabela 20: Uloga ugrađenosti u istorijskim primerima monetarne unije	244

SPISAK GRAFIKONA

Grafikon 1: Fazni proces uspostavljanja Evropske ekonomske i monetarne unije	18
Grafikon 2: Struktura Evropske unije.....	20
Grafikon 3: Države članice evrozone	22
Grafikon 4: Evropski proces funkcionalne integracije	23
Grafikon 5: Predrasude vezane za inflaciju u monetarnoj uniji	25
Grafikon 6: Ekonomske prednosti stvaranja EMU i koristi od evra za države članice..	33
Grafikon 7: Ekonomski nedostaci stvaranja EMU i troškovi (rizici) od evra za države članice	35
Grafikon 8: Koristi i troškovi monetarne unije	36
Grafikon 9: Koristi i troškovi monetarne unije - Monetaristički pristup.....	37
Grafikon 10: Koristi i troškovi monetarne unije - Kejnzijski pristup.....	38
Grafikon 11: Neekonomске prednosti i nedostaci monetarne unije.....	38
Grafikon 12: Faze evropskih ekonomskih integracija.....	43
Grafikon 13: Faze evropskih političkih integracija	45
Grafikon 14: Mrežno mapiranje povezanosti između integracionih faza.....	47
Grafikon 15: Teorije evropskih integracija	48
Grafikon 16: Evropski sistem centralnih banaka.....	62
Grafikon 17: Optimalan odnos između nezavisnosti i odgovornosti	66
Grafikon 18: Inflacija u evrozoni	73
Grafikon 19: Monetarni agregat M3 u evrozoni (godišnja stopa rasta)	79
Grafikon 20: Stabilizaciona strategija monetarne politike ECB	80
Grafikon 21: EONIA	89
Grafikon 22: Mehanizam transmisije monetarne politike	93
Grafikon 23: Alokacija mesečnih kupovina aktive od strane Evrosistema.....	99
Grafikon 24: Nivoi najvažnijih referentnih kamatnih stopa ECB (%).....	100
Grafikon 25: Bilansna suma ECB (u milionima evra)	101
Grafikon 26: Pakt o stabilnosti i rastu kroz vreme	109
Grafikon 27: Glavni koraci postupka u slučaju prekomernog deficita.....	114
Grafikon 28: Razvoj fiskalnih pokazatelja u periodu od 2004. do 2007. godine (% BDP)	119
Grafikon 29: Razvoj fiskalnih pokazatelja tokom krize, u periodu od 2007. do 2010. godine (% BDP).....	120
Grafikon 30: Evropski ciklus praćenja nakon uvođenja Paketa dva	124
Grafikon 31: Glavni ciljevi izvršenih fiskalnih reformi	129
Grafikon 32: Stopa rasta realnog BDP u EMU (% promena u odnosu na prethodnu godinu).....	134
Grafikon 33: Stopa nezaposlenosti u EMU (%)	134
Grafikon 34: Stopa neto migracije u EMU (%).....	138
Grafikon 35: Prosečna stopa neto migracije u EMU (%).....	139

Grafikon 36: Teorija optimalne valutne zone.....	157
Grafikon 37: Četiri glavne faze razvoja teorije OCA.....	158
Grafikon 38: Agregatna ponuda i tražnja u Francuskoj i Nemačkoj.....	160
Grafikon 39: Proces automatskog prilagođavanja usled fleksibilnih nadnica u Francuskoj i Nemačkoj	161
Grafikon 40: Efekti revalvacije nemačke marke (DM).....	163
Grafikon 41: Logika teorije optimalne valutne zone.....	168
Grafikon 42: Princip nemogućeg trojstva.....	170
Grafikon 43: Evropski način rešavanja principa nemogućeg trojstva.....	171
Grafikon 44: Nov princip nemogućeg trojstva u monetarnoj uniji	173
Grafikon 45: Evrozona - od optimalne valutne zone do unije sa fiskalnim transferom	177
Grafikon 46: Relativni jedinični troškovi rada	184
Grafikon 47: Merenje disperzije hipotetičkih i postojećih monetarnih unija.....	185
Grafikon 48: Kriza i sistemski nedostaci.....	190
Grafikon 49: Tri talasa globalne krize.....	205
Grafikon 50: Glavne faze razvoja globalne krize	206
Grafikon 51: Prenošenje krize iz SAD na tržište Evrope	208
Grafikon 52: Cene nafte (evro po barelu).....	209
Grafikon 53: Dolar/evro devizni kurs.....	210
Grafikon 54: Kretanje Euribor-Eonia svop spreda (u procentnim poenima)	212
Grafikon 55: Spred na suvereni dug (u procentnim poenima)	213
Grafikon 56: Petogodišnji spred na CDS (u baznim poenima)	214
Grafikon 57: Dug i deficit u evrozoni u periodu 1995.-2013. godina (% BDP)	216
Grafikon 58: Raspoloženje tržišta	217
Grafikon 59: Tri krize evra.....	219
Grafikon 60: Institucionalne arene	221
Grafikon 61: Meta-naracija krize evra i formulisanje problema	224
Grafikon 62: ESFS raspodela kapaciteta pozajmljivanja (u milijardama evra)	226
Grafikon 63: ESM raspodela kapaciteta pozajmljivanja (u milijardama evra)	228
Grafikon 64: Isplaćeni programi pomoći (u milijardama evra).....	228
Grafikon 65: Monetarne, fiskalne i finansijske interakcije u EMU	229
Grafikon 66: Mere politike EU i nov princip nemogućeg trojstva.....	230
Grafikon 67: Mišljenje Evropljana o Evropskoj uniji (%)	234
Grafikon 68: Mišljenje Evropljana o budućnosti Evropske unije (%)	235
Grafikon 69: Mišljenje Evropljana i stanovnika evrozone o EMU i evru (%).....	236
Grafikon 70: Mišljenje stanovnika država članica evrozone o EMU i evru (%)	237
Grafikon 71: Tri scenarija evropske integracije	240
Grafikon 72: Prvo nekonzistentno trojstvo: Politička i socijalna održivost	246
Grafikon 73: Drugo nekonzistentno trojstvo: Ciljevi za prilagođavanje u evrozoni....	246
Grafikon 74: Treće nekonzistentno trojstvo: Ponovno uspostavljanje finansijske integracije i stabilnosti	247
Grafikon 75: Konzistentno trojstvo	248

Grafikon 76: Plan za završetak EMU	251
Grafikon 77: Integrisaniji Evropski semestar	252

UVOD

Predmet i cilj istraživanja

Predmet disertacije se odnosi na uticaj svetske ekonomske krize na evrozonu, kao i istraživanje svih faktora koji su doprineli krizi u Evropskoj monetarnoj uniji (*European Monetary Union - EMU*). Predmet analize je i da ispita u kojoj meri EMU ispunjava teorijske pretpostavke vezane za optimalnu valutnu zonu, a što je u osnovi vezano za ukupne koristi i troškove koje države imaju prilikom ulaska u valutnu uniju.

Cilj ove disertacije je da ukaže na sve nedoslednosti u socioekonomskoj konstrukciji evrozone koje imaju za posledicu to da nisu kreirani mehanizmi neophodni za uravnotežen i održiv razvoj EMU kao i za amortizaciju spoljnih i unutrašnjih šokova sa kojima se susreću ekonomije u svom razvoju sa kalendarskim protokom vremena.

Hipoteze i metodologija istraživanja

Osnovne polazne hipoteze u ovoj disertaciji su:

1. hipoteza: iako je ulazak u EMU državama članicama doneo prednosti, evrozona i dalje ne ispunjava sve kriterijume optimalne valutne zone

Obrazloženje: Glavne prednosti stvaranja EMU i koristi od evra za države članice podrazumevaju: pad kamatnih stopa, porast trgovine unutar zone, snižavanje transakcionih troškova, i povećanu transparentnost prilikom obavljanja transakcija. Međutim, ispostavilo se da su prednosti stvaranja EMU i koristi od evra za države članice zapravo bile mač sa dve oštrice, zato što nije vođeno računa da istu valutu poseduju ekonomije koje su strukturno različite i u različitoj meri produktivne i konkurentne na svetskom tržištu.

S obzirom na to da evrozona ispunjava samo pola kriterijuma za procenu da li je optimalno za države da formiraju valutnu uniju, ona nije optimalna valutna zona, niti je to bila od svog nastanka. U ispunjene kriterijume spadaju: visok stepen otvorenosti trgovine i diversifikacije proizvodnje i potrošnje, slične (niske) stope inflacije i integracija finansijskog tržišta koja je u porastu. Međutim, istovremeno je prisutna umerena fleksibilnost cena i nadnica i slaba mobilnost radne snage, a u najznačajnije kriterijume koji nisu ispunjeni spadaju politička integracija i zajednička fiskalna politika.

2. hipoteza: uzroci krize su primarno endogene prirode

Obrazloženje: Primarni uzrok evro krize nije globalna finansijska kriza (spoljni šok), već greške u konstrukciji evrozone (endogeni, unutrašnji razlozi): jedinstvena valuta za države koje su na različitom nivou razvijenosti i konkurentnosti; Evropska centralna banka (*European Central Bank – ECB*) vodi računa samo o cenovnoj stabilnosti bez obzira na razlike u fazi privrednog ciklusa i asimetrične šokove kod država članica; u iščekivanju pojasa za spasavanje štetna selekcija i moralni hazard su uticali na to da privatna finansijska tržišta nisu zauzdala zaduživanje ugroženih država članica; nefleksibilnost cena i nadnica i ograničena pokretljivost radne snage; nedostatak automatskih fiskalnih stabilizatora u slučaju krize i neravnoteža u regionalnom razvoju.

3. hipoteza: krizu nije moguće rešiti bez fiskalne i političke integracije

Obrazloženje: Finansijska kriza evrozone je u punoj meri ilustrovala slabosti političke i institucionalne organizacije EMU. Pretpostavka je da je dublja fiskalna i

politička integracija najbolji odgovor na tekuću krizu. Evidentno je da treba da dođe do većeg stepena fiskalne integracije država članica EMU, odnosno do centralizacije fiskalne funkcije i pretvaranja EMU u monetarnu i fiskalnu uniju. Time bi se omogućilo potpuno kontrolisanje zaduživanja i aktivirale funkcije automatskih stabilizatora i transferna funkcija na nivou unije, pa i politička centralizacija, odnosno formiranje vlasti koja bi donosila odluke vezane za ekonomsku politiku na nivou unije, umesto sadašnje koordinacije i nadzora. Ova solucija pretpostavlja dalju evoluciju Evropske unije ka političkoj uniji. Takođe, države evrozona bi trebalo da se zadužuju putem emisija evroobveznica, zato što bi u tom slučaju EMU kao celina odgovarala za obaveze svojih država, a pretpostavka za emisiju evroobveznica mora biti potpuna integracija fiskalnih politika na nivou Unije.

4. hipoteza: evrozona je bazirana na principu nemogućeg trojstva, odnosno Mundell – Fleming-ovoj trilemi.

Objasnenje: Mundell-Fleming-ov model (Mundell, 1963., i Fleming, 1962.) je u suštini IS-LM model male otvorene privrede. U njemu se uspostavlja odnos između dohotka i kamatne stope uz dati nivo cena. Mundell-Fleming-ov model je dodatno doprineo obogaćivanju znanja vezanom za izbor režima deviznog kursa i princip nemogućeg trojstva ili trileme. Prema ovom modelu proizlazi da su kreatori ekonomske politike suočeni sa dva principijelna izbora: 1) da izaberu efektivne instrumente ekonomske politike pri datom stepenu finansijske integracije i režimu deviznog kursa; 2) da pod određenim preferencama prema instrumentima ekonomske politike izaberu stepen finansijske integracije i režim deviznog kursa. Princip nemogućeg trojstva se zasniva na zaključku da se samo dva od tri cilja: stabilnost deviznog kursa, kapitalna mobilnost i nezavisnost monetarne politike, mogu simultano postići.

Politički lideri koji su se u Maastrichtu usaglasili oko monetarne unije uopšte nisu uzimali u obzir teoriju optimalne valutne zone (*Optimum Currency Area – OCA*), već su na prvom mestu vodili računa o principu nemogućeg trojstva. Evropski način za rešavanje principa nemogućeg trojstva je podrazumevao dugotrajan proces koji je tokom poslednjih 50 godina doveo do zajedničkog tržišta Evropske unije (*European Union - EU*), neopozivo fiksiranih deviznih kurseva za države članice evrozona, a samim tim i činjenice da nema autonomije monetarne politike na nacionalnom nivou za države koje su usvojile evro.

Na osnovu prethodno definisanog predmeta i zadatog cilja istraživanja, kao i postavljenih istraživačkih hipoteza i faktora koji utiču na njih, u radu će biti primenjen skup različitih metodoloških postupaka i tehnika, koje zahteva priroda teme.

Istraživački rad biće prevashodno kabinetskog tipa, tako da se u istraživanju polazi od dostupnih sekundarnih izvora podataka, što dozvoljavaju dosadašnja praksa, bogata literatura i internet izvori. Disertacija će se bazirati na proučavanju inostrane i domaće literature, na način koji će omogućiti da se prikupe svi neophodni podaci o pojmovima i pojavama koje su predmet istraživanja, kao i da se opišu, definišu i klasifikuju sistematično uz praćenje izvesnog logičkog reda.

Na osnovu sakupljanja većeg broja informacija i podataka iz različitih statističkih, istraživačkih i drugih izvora, u cilju donošenja sopstvenih zaključaka o predmetu istraživanja, koristiće se metod sinteze i metod generalizacije.

U radu će biti primenjeni istorijski i deskriptivni metod u cilju predstavljanja i analize stvaranja EMU i uvođenja evra, kao i nastanka i razvoja krize evra. Takođe, koristiće se i metod komparativne analize i indukcije u cilju uočavanja uzroka i mogućih rešenja krize evra. U određenim delovima rada, analiza će biti podržana i

tabelarnim i grafičkim prikazima, što će omogućiti vizuelnu prezentaciju pojedinih problema.

Pristup individualizacije i holistički pristup biće primenjeni na kraju rada kod prognoza i sugestija vezanih za budućnost evra i EMU.

Primenom navedene metodologije u disertaciji biće omogućeno proveravanje hipoteza odnosno njihovo dokazivanje.

Opis sadržaja disertacije

Rad pruža veliki broj korisnih informacija, koje su navedene sa ciljem da omoguće kompletan uvid u osnovne karakteristike evrozone, njen mehanizam funkcionisanja, prednosti i nedostatke, kao i uzroke, razvoj i rešenja krize, i moguću budućnost evra. Disertacija se sastoji iz četiri dela, devet glava, i trideset osam poglavlja.

Fokus **prvog dela** rada je na Evropskoj monetarnoj uniji i evru.

U prvoj glavi se razmatra proces stvaranja EMU. Ideja evropske integracije nije novijeg datuma i ne pripada samo drugoj polovini XX veka. Naprotiv, brojni razlozi ekonomske, političke, kulturološke ili vojne prirode za stvaranje evropske zajednice naroda postojali su i mnogo pre našeg vremena. Nosioi ideja evropske integracije od ranog XVI veka i kroz sve vekove kasnije bili su ugledni evropski državnici, učenici ljudi i intelektualci. Poznavanje istorijskog toka događaja evropskih integracija je presudno za potpunije razumevanje prirode Evropske unije, kao najznačajnijeg oblika posleratne evropske integracije. Proces evropskih integracija predstavlja kontinuirani istorijski proces koji dugo traje sa tendencijom da se nastavi i u budućnosti. Realizacija ideje evropskog ujedinjenja počela je nakon Drugog svetskog rata. Integracije, koje su kasnije dovele do stvaranja EU, su započete ranih pedesetih godina XX veka.

U prvom poglavlju su hronološki praćene evropske integracije koje su dovele do stvaranja EU i EMU. Poseban naglasak je na analizi tri faze u razvoju evrozone: liberalizaciji kapitalnih tokova, kreiranju institucionalnih aranžmana i pripremi za ispunjavanje makroekonomskih kriterijuma pristupa i na kraju uvođenju jedinstvene valute. Vrhunac evropskih integracija predstavlja nastanak EMU i evra. Osnovna ideja vodilja prilikom stvaranja evropske integracije bila je unapređenje privrednog razvoja država članica i jačanje njihove stabilnosti, ubrzano povećanje životnog standarda kao i robna razmena u obliku slobodnog prometa i uvođenja zajedničke carinske tarife. Prikazani su i osnovni elementi na kojima počiva EMU: harmonizaciji monetarnih politika država članica, zajedničkim deviznim rezervama i zajedničkoj centralnoj banci. Za EMU je karakteristična funkcionalna integracija, odnosno evrozona su oblikovala tri oblika integracije, koja su međusobno povezana - politička, ekonomska i monetarna integracija. EMU predstavlja prvu monetarnu uniju u istoriji u kojoj su se suverene demokratske države dogovorile da iz upotrebe izbace nacionalne valute i uvedu jedinstvenu, do tada nepostojeću valutu - evro. Evro je i prva valuta u svetu iza koje ne stoje ni zlatna podloga ni jedinstvena politička vlast. EMU je formirana bez prethodnog političkog ujedinjenja. EMU je počela da funkcioniše 1. januara 1999. godine, u trenutku kada je ECB preuzela kontrolu od nacionalnih centralnih banaka i kada je uvedena jedinstvena valuta - evro u bankarskim knjigama. Potpuna monetarna unija ostvarena je 1. januara 2002. godine kada je uveden evro u fizičkom obliku (novčanice i kovanice) i kada su valute država članica povučene iz optičaja, odnosno kada je evro

postao jedino zvanično gotovinsko sredstvo plaćanja evrozona. Evrozona trenutno obuhvata 19 država članica EU, koje su pristupile u različitim godinama.

U drugom poglavlju su opisani uslovi konvergencije koje države moraju da ispune kako bi pristupile EMU i usvojile evro. Nijedna država na može da uđe u evrozonu ako nije članica EU. Kriterijumi konvergencije su osmišljeni tako da omogućavaju pojedinim državama da potvrde koheziju svoje politike cenovne stabilnosti i privrednog razvoja u nameri da stvore solidnu osnovu za stabilan evro. Prikazana je ispunjenost kriterijuma konvergencije država članica EU. Neke države su jedva uspele da ispune kriterijume, neke nisu a ipak su se našle u EMU, a neke koje su ispunjavale kriterijume u vreme stvaranja evra su počele da ih krše već u prvim godinama posle nastanka zajedničke valute. S obzirom na to da se kao prekršioći pojavljuju i države koje su ranije bile uzor finansijske discipline, očigledno je da konstrukcija za očuvanje stabilnosti evrozona nije dobra. Najveći nedostatak je nesprovođenje pravila koje se materijalizuje u odsustvu kazni za prekršioce.

U trećem poglavlju su detaljno objašnjene prednosti i nedostaci stvaranja EMU i koristi i rizici od uvođenja evra za države članice. U ekonomske prednosti stvaranja EMU i koristi od uvođenja evra spadaju: makroekonomska stabilnost, pad kamatnih stopa, porast trgovine unutar evrozona, eliminisanje rizika deviznog kursa, snižavanje transakcionih troškova, povećana transparentnost prilikom obavljanja transakcija, smanjenje rizika za pojedine države i jeftinije finansiranje deficita i javnog duga, manji trošak održavanja valute, racionalnija alokacija faktora proizvodnje, emisiona dobit, širenje finansijskih tržišta, strukturna reforma, stvaranje nove globalne valute rezervi, evro kao međunarodna valuta, povećanje ekonomske stabilnosti evrozona i intenzivniji ekonomski rast, uvećan kredibilitet fiskalne politike, veća kohezija, veće socijalne beneficije, povoljan uticaj na plate zaposlenih i stimulisanje drugih vrsta integracije. Međutim, ispostavilo se da su prednosti stvaranja EMU i koristi od evra za države članice zapravo bile mač sa dve oštrice. Ono o čemu nije vođeno računa je da istu valutu poseduju ekonomije koje su strukturno različite i u različitoj meri produktivne i konkurentne na svetskom tržištu. Ekonomski nedostaci stvaranja EMU i rizici od evra za države članice su: odsustvo fleksibilnosti jedinstvene valute za uslove u pojedinim državama, ukidanje monetarne samostalnosti i suverenosti, neispunjavanje uslova optimalne valutne zone, javni izbor posebnu pažnju obraća na preference koje imaju predstavnici država koji u ECB donose odluke, nepoštovanje kriterijuma konvergencije, troškovi prelaska na evro, troškovi formiranja monetarne unije usled različite organizacije tržišta rada, troškovi monetarne unije zbog razlika u stopama privrednog rasta, gubitak poslova, gubitak kursa valute, odsustvo odgovornosti ECB, kontrolisana fiskalna politika, sputavajući efekti Pakta o stabilnosti i rastu, troškovi slobodnog kretanja radne snage, trošak ulaska u EMU zbog razlika u fiskalnim sistemima i gubitka emisije dobiti.

U drugoj glavi se razmatraju socioekonomske i političke kontroverze uvođenja evra. Prateći hronološki evoluciju evrozona izloženi su ekonomski, sociološki i politički faktori koji su pratili razvoj evropskog projekta od carinske unije, zone slobodne trgovine, zajedničkog tržišta, ekonomske i na kraju monetarne unije.

U prvom poglavlju je prikazano da su posleratni predlozi stvaranja jedinstvene evropske nadnacionalne organizacije sadržali političke i ekonomske motive. Politički motivi su bili zasnovani na verovanju da stvaranje evropske nadnacionalne organizacije može da eliminiše opasnost od novih ratova između evropskih država. Ekonomski motivi su bili zasnovani na ideji da će ekonomska integracija da proizvede veću

ekonomsku snagu evropskih država, da bude baza političke i vojne moći, a da sve to otkloni mogućnosti stvaranja potencijalnih konflikata i sukoba. Iako su ekonomski razlozi za uvođenje evra bili glavni, diskutabilno je da li bi evro bio uveden da su samo oni postojali. Način na koji je pokrenuta i sprovedena monetarna integracija ukazuje na to da se istovremeno vodilo računa o ekonomskim i političkim aspektima. Međutim, iako je namera bila da se uvođenjem zajedničke valute pokrenu političke integracije, a neki su čak smatrali da će to biti korak ka federalnim „Sjedinjenim Evropskim Državama“, do takvog razvoja stvari nije došlo. Formiranje EMU je bilo pokretač široke diskusije o njenoj funkcionalnosti, zato što istorija monetarnih unija pokazuje da se nisu pokazale kao ni uspešne niti dugovečne monetarne unije koje nisu bile praćene najpre fiskalnim, a u kasnijoj fazi i političkim ujedinjenjem.

U drugom poglavlju su detaljno opisane faze ekonomskih i političkih regionalnih integracija. Stepen ekonomske integracije se kreće od najlabavijih aranžmana kao što su zone preferencijalne trgovine, preko zona slobodne trgovine, carinskih unija, zajedničkih tržišta, pa sve do ekonomskih unija - najviši oblik ekonomskih integracija. Faze političke integracije započinju međuvladinom saradnjom, a završavaju se potpunom političkom integracijom.

U trećem poglavlju su detaljno opisane različite teorije evropskih regionalnih integracija, koje se razlikuju prema dostignutom nivou političkih, demokratskih ili ekonomskih odnosa. Teorijska raznovrsnost kao i različitost, ogleda se u podeli na dve vrste teorija integracije, koje se međusobno upotpunjuju: političke teorije integracije (federalizam, realizam, funkcionalizam, neofunkcionalizam, intergovernmentalizam, liberalni intergovernmentalizam i pluralizam) i ekonomske teorije integracije ((neo) liberalizam i institucionalizam). Ne postoji sveobuhvatna teorija integracija.

U **drugom delu** rada fokus analize je na detaljnom razmatranju ustrojstva Evropske centralne banke i mehanizama i ciljeva vođenja monetarne politike kao i teorijskoj podlozi izabranog pristupa, koncepta decentralizovane fiskalne politike i tržišta rada za koje je pretpostavljeno da će biti jedan od ključnih mehanizama u amortizaciji spoljnih i unutrašnjih socioekonomskih šokova.

U trećoj glavi se razmatra Evropska centralna banka. U prvom poglavlju je prikazana organizacija i način funkcionisanja ECB. ECB je centralna banka za evro, koja je osnovana kao jezgro Evrosistema i Evropskog sistema centralnih banaka. ECB je nasledila kredibilitet i ekspertizu svih nacionalnih centralnih banaka evrozona, koje zajedno sa ECB stvaraju stabilizaciono orijentisanu monetarnu politiku za EU. Opisani su i glavni organi odlučivanja ECB, u koje spadaju: Upravni savet, Izvršni odbor, Generalni savet i Nadzorni odbor, kao i njihove glavne odgovornosti.

U drugom poglavlju su detaljno objašnjena tri postulata dobrog upravljanja centralnom bankom, u koja spadaju: nezavisnost (institucionalna, zakonska, personalna, funkcionalna, politička, finansijska i organizaciona), odgovornost i transparentnost. ECB je institucija koja ima veliku nezavisnost u poređenju sa ostalim glavnim centralnim bankama, dok je stepen odgovornosti manji u odnosu na njih.

U trećem poglavlju su detaljno objašnjeni glavni ciljevi ECB, u koje spadaju: stabilnost cena (opisani su načini na koje niska i kontrolisana inflacija podstiče privredni rast i zaposlenost), podrška opštoj ekonomskoj politici u zajednici, i pridržavanje principa otvorene tržišne ekonomije.

U četvrtom poglavlju su prikazani osnovni zadaci Evrosistema, u koje spadaju: definisanje i implementacija monetarne politike u evrozoni, sprovođenje deviznih operacija, držanje i upravljanje zvaničnim deviznim rezervama država u evrozoni i

obezbeđenje nesmetanog funkcionisanja sistema plaćanja, kao i ostali zadaci ECB u koje spadaju: odobravanje emisije banknota, prikupljanje statističkih podataka, finansijska stabilnost i nadzor, međunarodna i evropska saradnja.

U četvrtoj glavi se razmatra monetarna politika u evrozoni. U prvom poglavlju je objašnjena strategija monetarne politike ECB, koja počiva na: kvantitativnoj definiciji stabilnosti cena - održavanje stope inflacije ispod, ali blizu 2% u srednjem roku, i dva postulata analize rizika koji utiču na stabilnost cena - ekonomskoj i monetarnoj analizi. Upravni savet ECB donosi svoje odluke na osnovu sveobuhvatne procene ekonomske situacije i rizika koji utiču na stabilnost cena. Pristup dva postulata obezbeđuje unakrsnu proveru indikacija koje proističu iz kratkoročne ekonomske analize sa onima iz dugoročne monetarne analize, koja obezbeđuje da monetarna politika ne previdi važne informacije koje su relevantne za procenu budućih trendova cena.

U drugom poglavlju su opisane tri grupe instrumenata monetarne politike koje ECB primenjuje za ostvarivanje svojih ciljeva, u koje spadaju: operacije na otvorenom tržištu, stalne olakšice i obavezne rezerve. Dat je detaljni prikaz pet tipova instrumenata koje Evrosistem koristi za upravljanje operacijama na otvorenom tržištu, u koje spadaju: obrnute transakcije, trajne transakcije, emisija dužničkih sertifikata, devizni svopovi i oročeni depoziti sa fiksnim rokovima dospeća, kao i četiri kategorije operacija na otvorenom tržištu koje ECB sprovodi, u koje spadaju: glavne operacije refinansiranja, dugoročne operacije refinansiranja, operacije finog podešavanja i strukturne operacije. Takođe, opisane su i stalne olakšice, u koje spadaju: marginalni kreditni aranžmani i depozitne olakšice.

U trećem poglavlju su navedene najvažnije referentne kamatne stope u evrozoni koje određuje Upravni savet ECB, u koje spadaju: kamatna stopa na glavne operacije refinansiranja, kamatna stopa na depozitne olakšice i kamatna stopa na marginalne kreditne aranžmane, kao i vodeći kamatni indikatori u evrozoni, u koje spadaju: EURIBOR, EUREPO i EONIA.

Fokus četvrtog poglavlja je na mehanizmu transmisije monetarne politike. Individualne veze preko kojih monetarna politika utiče na makroekonomske agregate i cene nazivaju se kanali transmisije, i njihova identifikacija omogućava da se utvrdi najefikasniji skup instrumenata monetarne politike i vreme početka njihove primene.

U petom poglavlju je prikazan odgovor ECB na krizu u evrozoni. ECB je predstavljala jednog od najvažnijih aktera u finansijskoj krizi i krizi suverenog duga u evrozoni, iako nije reagovala na vreme na dolazeću krizu. ECB je na krizu reagovala standardnim merama - snižavanjem referentne stope, kao i uvođenjem nestandardnih mera monetarne politike, u koje spadaju: program neograničene kupovine obveznica, korišćenje negativnih kamatnih stopa i kvantitativne olakšice. Te mere su dovele do podeljenih mišljenja među političarima i ekonomistima, između onih koji su mislili da je ECB prekoračila svoja ovlašćenja i onih koji su se zalagali za to da preduzima agresivnije akcije.

U petoj glavi se razmatra fiskalna politika u evrozoni. U prvom poglavlju je objašnjena fiskalna disciplina i pravila u EMU. Fiskalni sistem EU ima siromašnu strukturu koja se sastoji iz tri segmenta: budžeta, usklađivanja poreskih sistema i koordinacije stabilizacionih budžetskih politika država članica. Fiskalni sistem EMU je specifičan i u određenoj meri nerazvijen u odnosu na fiskalne sisteme klasičnih nacionalnih država. Specifične odlike se pre svega odnose na sprovođenje ekonomske politike u EMU koja predstavlja kombinaciju centralizovane monetarne politike i decentralizovane ostale makroekonomske i strukturne politike, od kojih se prvenstveno

ističe fiskalna politika. Prilikom stvaranja EMU i uvođenja evra kao zajedničke valute, monetarno ujednjenje nije bilo praćeno fiskalnim, odnosno fiskalna politika je ostala u isključivoj nadležnosti država članica. Činjenica da EMU nije dovela do transfera fiskalne politike na nadnacionalni nivo može da se tumači kao nedostatak dokaza principa političkog preliivanja. Ugovorom iz Mاستrihta su definisani temelji monetarne unije i kriterijumi konvergencije koje države moraju da ispune da bi mogle da pristupe EMU. Oni su kreirani sa idejom da se obezbedi prevencija fiskalnih kriza koje bi imale negativan uticaj na države članice, i ostvari glavni cilj koji je ECB odredila - cenovna stabilnost. Postavljanjem ograničenja u pogledu visine budžetskog deficita i udela javnog duga, su stvoreni uslovi za vođenje održive fiskalne politike, odnosno politike koja neće da ugrozi ostvarivanje stabilnosti cena.

Fiskalni kriterijumi koje država članica EU treba da ispuni da bi se priključila EMU su jasno definisani u Ugovoru iz Mاستrihta. Međutim, način očuvanja fiskalne discipline država članica nakon što pristupe EMU nije bio definisan. S obzirom na to da nacionalne fiskalne politike karakteriše efekat preliivanja, u EMU je postojala potreba za uvođenjem nekog mehanizma za koordinaciju fiskalne politike zasnovanog na fiskalnim pravilima. U drugom poglavlju je opisan Pakt o stabilnosti i rastu koji je stupio na snagu 1999. godine i Reforma Pakta o stabilnosti i rastu koja je sprovedena 2005. godine.

U trećem poglavlju je prikazan novi fiskalni okvir evrozone i izvršene reforme, odnosno uvođenje: Paketa šest koji je stupio na snagu u decembru 2011. godine, Paketa dva koji je stupio na snagu u maju 2013. godine i Fiskalnog ugovora koji je stupio na snagu u januaru 2013. godine kao centralni deo Sporazuma o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji.

U četvrtom poglavlju je prikazano da su reforme Pakta o stabilnosti i rastu i proširenje u šire i zahtevnije uređenje centralnog fiskalnog nadzora, koji je sastavni deo Paketa šest, Paketa dva, i Fiskalnog ugovora, doveli do dalje integracije u fiskalnoj oblasti

U šestoj glavi se razmatra tržište rada u EMU. U prvom poglavlju su prikazani efekti evropskih integracija na tržište rada. Ne postoji evropsko tržište rada, zato što je svako nacionalno tržište rada u Evropi relativno samostalno. Tokom najvećeg dela svoje prve decenije postojanja evrozona je rasla brzo, što se poklapalo sa periodom veoma brzog svetskog rasta. Međutim, globalna ekonomska i finansijska kriza koja je počela 2007. godine teško je pogodila Evropu, otkrivajući ozbiljne nedostatke u njenom originalnom dizajnu.

Fokus drugog poglavlja je na dinamici tržišta rada i nezaposlenosti tokom krize. Svetska finansijska i ekonomska kriza je imala veliki uticaj na tržišta rada u evrozoni. Opisane su dve različite faze krize u evrozoni, koje su donekle imale različiti uticaj: prva faza je trajala od drugog kvartala 2008. godine do drugog kvartala 2009. godine, a druga faza je trajala između poslednjeg kvartala 2011. godine i prvog kvartala 2013. godine. Pad zaposlenosti primećen tokom krize je bio i proporcionalno jači i trajao je mnogo duže nego što je registrovano tokom drugih recesija još od osamdesetih godina XX veka.

U trećem poglavlju je analizirana mobilnost radne snage. Postoji nekoliko razloga za postojanje dugotrajne niske mobilnosti u Evropi, u koje spadaju: demografski trendovi u osnovi (porast stope učešća ženske radne snage na tržištu rada, povećanje manje mobilnih domaćinstava sa dvostrukim prihodima i sve veće povećanje stope vlasništva nekretnina), razlozi vezani za mere politike koji sprečavaju mnoge Evropljane da u potpunosti iskoriste mobilnost radne snage (prepreke za prenosivost

prava na socijalno osiguranje, nedovoljno priznavanje formalnih kvalifikacija u drugim državama, nedovoljna transparentnost evropskog tržišta rada i online pretraživača poslova), i velike jezičke i kulturne barijere u Evropi. Od početka krize, došlo je do značajnih migracionih tokova, usled porasta nezaposlenosti u najteže pogođenim državama i odstupanja stopa nezaposlenosti u okviru evrozona. Kriza jeste prouzrokovala značajne migracione tokove u evrozoni, ali je većina ovih tokova u tom trenutku bila između evrozona i ostatka sveta, a ne između država članica evrozona. Migraciona kretanja između evrozona i ostatka sveta jesu ublažila uticaj krize na tržišta rada u najteže pogođenim državama članicama u kratkom roku, ali mobilnost između država članica evrozona je još uvek veoma mala s obzirom na razlike u njihovim stopama nezaposlenosti, i u odnosu na SAD.

U četvrtom poglavlju su opisane relevantne reforme tržišta rada pre krize (u Nemačkoj), kao i tokom krize (u Grčkoj, Irskoj, Portugaliji, Španiji, Italiji i Kipru).

U petom poglavlju su date demografske projekcije za evrozonu.

U **trećem delu** rada fokus analize je na krizi evra.

Sedma glava rada razmatra ekonomske i sociopolitičke uzroke nastanka krize evra. U prvom poglavlju je objašnjena teorija optimalne valutne zone, i navedene su četiri glavne faze njenog razvoja: pionirska faza, faza usklađivanja, faza ponovne procene i empirijska faza. Debata vezana za OCA ili grupu država za koje je optimalno međusobno fiksiranje kursa ili uvođenje zajedničke valute počela je sa Miltonom Fridmanom 1953. godine, a zatim su nastala tri ključna rada - Roberta Mandela 1961. godine, Ronalda Mekkinona 1963. godine i Pitera Kenena 1969. godine. Dato je detaljno objašnjenje ključnih karakteristika za procenu da li je optimalno za dve države da formiraju valutnu uniju, u koje spadaju: fleksibilnost cena i nadnica, mobilnost faktora proizvodnje uključujući radnu snagu, integracija finansijskog tržišta, stepen ekonomske otvorenosti, diversifikacija proizvodnje i potrošnje, sličnost stopa inflacije, fiskalna integracija i politička integracija. Razmotrena su i dva kriterijuma koja uzimaju u obzir političke aspekte, u koje spadaju: kriterijum homogenosti preferenca i kriterijum solidarnosti. Navedena su i dva suprotna stajališta: hipoteza o specijalizaciji i hipoteza o endogenosti OCA.

U drugom poglavlju je razmotrena evrozona kao optimalna valutna zona. S obzirom na to da evrozona ispunjava samo pola kriterijuma ona nije OCA, niti je to bila od svog nastanka. U ispunjene kriterijume spadaju: visok stepen otvorenosti trgovine i diversifikacije proizvodnje i potrošnje, slične (niske) stope inflacije i integracija finansijskog tržišta koja je u porastu. Međutim, istovremeno je prisutna umerena fleksibilnost cena i nadnica i slaba mobilnost radne snage, a u najznačajnije kriterijume koji nisu ispunjeni spadaju politička integracija i zajednička fiskalna politika. Evropski predsednici država i vlada koji su se okupili u Mastrohtu su i pored toga odlučili da preuzmu rizik uspostavljanja monetarne unije, zato što su politička razmatranja bila najvažnija za odluku o uvođenju evra. Politički lideri koji su se usaglasili oko monetarne unije uopšte nisu uzimali u obzir teoriju OCA, nego su na prvom mestu vodili računa o principu nemogućeg trojstva, odnosno Mundell – Fleming-ovoj trilemi. Princip nemogućeg trojstva je nekoliko puta „redizajniran“, i u „modernizovanom“ modelu simultano mogu da se ostvare samo dva od nova tri cilja: nacionalni fiskalni suverenitet, autonomna monetarna politika i klauzula o zabrani preuzimanja dugova.

U trećem poglavlju je objašnjena povezanost teorije OCA i krize u evrozoni. Početni dizajn evrozona je imao nedostatke i bio je nedovršen, zato što je analitički okvir na kom je zasnovan, teorija OCA, imao greške i bio nepotpun. Teorija OCA je

kreirana sredinom XX veka, pa je bila nepotpuna i neodgovarajuća u važnim aspektima, kada je reč o okolnostima u Evropi na početku XXI veka. S obzirom na to je razvijena kako bi objasnila nesmetano funkcionisanje monetarne unije u okviru postojećih federacija kao što su SAD i Kanada, teorija nije uzimala u obzir političke predušlove za nesmetano funkcionisanje EMU.

U četvrtom poglavlju su prikazani različiti uzroci nastanka krize u evrozoni, koji su opisani u skladu sa tumačenjima različitih autora stručnih naučnih dela. Osnovna podela uzroka krize u evrozoni je na: eksterne uzroke (prelivanje svetske ekonomske krize) i interne uzroke (efikasnost finansijskih tržišta, razlike u nacionalnim ekonomskim politikama i institucijama, institucionalni dizajn, velike razlike u konkurentskoj poziciji država članica EMU, makroekonomske neravnoteže u EMU, disfunkcionalna institucionalna organizacija evrozone, konstruktivni problemi, fiskalni moralni hazard, problem nepostojanja fiskalne integracije, monetarna politika „jedna veličina odgovara svima“, pogrešno ukazano poverenje i procena rizika, i odgovor na krizu). Navedeni uzroci krize u evrozoni mogu i da se podele na: kratkoročne uzroke i dugoročne uzroke. Još jedan način podele uzroka krize u evrozoni je na: neizbežne uzroke (prekomerno zaduživanje, konflikt oko podele odgovornosti za spasavanje banaka, problemi kada pojedinačne države imaju različite makroekonomske politike, nacionalni ekonomski rast koji se odvija bržim tempom u jednoj državi nego u drugim državama, i trgovinske neravnoteže) i uzroke koji su mogli da se izbegnu (elementi stabilizacije EMU nisu rigorozno sprovedeni ili poštovani, uloga ECB, globalna finansijska kriza, države su previše pozajmljivale i nepromišljeno investirale pozajmljeni novac). Uzroci krize u evrozoni mogu da se podele i na: zajedničke izazove sa kojima se suočavaju određene države članice u evrozoni (priliv kapitala i prekomerni privatni i javni dug perifernih država članica evrozone) i faktore koji su specifični za svaku državu (Grčka, Irska, Portugalija, Španija, Kipar i Italija su detaljno objašnjeni).

Osma glava razmatra razvoj krize evra. U prvom poglavlju je opisan nastanak globalne finansijske krize. Prikazani su elementi ekonomskog i finansijskog modela koji je preovladavao u periodu pre nastanka krize, u koje spadaju: smanjena makroekonomska nestabilnost, održiv ekonomski rast, značajna dinamičnost cena nekretnina i povećana profitabilnost finansijskog sektora u periodu istorijski najniže premije na rizik. Navedeni su uzroci nastanka globalne finansijske krize, koji mogu da se podele u dve kategorije: mikroekonomske uzroke (pogrešni podsticaji, neuspešno merenje i upravljanje rizikom, i nedovoljna regulativa i nadzor) i makroekonomske uzroke (problemi vezani za razvoj debalansa kod međunarodnih potraživanja, i problemi nastali zbog dugog perioda niskih realnih kamatnih stopa).

Fokus drugog poglavlja je na prelivanju globalne finansijske krize na evropsko tržište. Kriza koja je otpočela 2007. godine se brzo proširila iz SAD na druge države, kao i sa finansijskog na realni sektor, i ubrzo je eskalirala do neočekivanih razmera. Hipotekarna kriza koja je inicirana na tržištu SAD je najveća kriza koja je pogodila svetsku privredu od kraja Drugog svetskog rata do danas. Regulatorni i strukturni nedostaci globalnog finansijskog tržišta omogućili su transformaciju krize jedne države u globalnu krizu, prvobitno zahvatajući industrijski najrazvijenije države sveta, da bi zatim bile zahvaćene države u razvoju i nerazvijene države sveta. Određene finansijske institucije su otišle pod stečaj, dok je većina drugih opstala uz pomoć državnih intervencija. U trenutku kada je celokupan finansijski sistem SAD bio zahvaćen krizom i kada je velika većina tržišnih učesnika beležila gubitke, nastala kriza nije ostala izolovana u granicama SAD, već se poput domino efekta proširila na druge delove

sveta. Zbog komplementarnosti ekonomija SAD i EU i efekata globalizacije, kriza koja je zahvatila finansijski i realni sektor SAD se polako prenosila. Kriza se prvo prenela na države koje su imale sličan mehanizam hipotekarnog kreditiranja, a nakon toga je ubrzo preplavila svetske berze i dovela do pada vrednosti i likvidnosti baznih hartija od vrednosti. Zatim se preusmerila na bankarski sistem i prouzrokovala ubrzano povlačenje depozita i rast kamatnih stopa, i dovela do bankrotiranja banaka mnogih država širom Evrope. U najvećem broju država zahvaćenih krizom, država je bila primorana da interveniše. U prvim mesecima globalne finansijske krize, evrozona se relativno dobro nosila sa problemima, ali je u naredne dve godine krize glavni fokus bio na Evropi i evru. Identifikovana su tri talasa širenja globalne krize: stambeni mehur, toksična aktiva i kriza likvidnosti, kao i četiri glavne faze razvoja globalne krize: eksplozija, ubrzanje, globalni uticaj i sedimentacija, a zatim geopolitičko dislociranje. Prikazana su i četiri ključna transmisiona mehanizma prenošenja krize preko Atlantika.

Treće poglavlje detaljno opisuje tri međusobno povezane krize sa kojima je suočena evrozona, koje zajedno dovode u pitanje održivost valutne unije, a u koje spadaju: bankarska kriza, kriza suverenog duga, i kriza rasta i konkurentnosti. Navedene tri dimenzije krize uzajamno deluju na način koji stvara „političku zamku“ u kojoj je politički konsenzus otežan zbog pogrešne dijagnoze krize, čime se odlaže primena neophodnih mera politike.

U četvrtom poglavlju je objašnjen problem interpretacije krize. Države članice EU i evrozone su morale da se uključe u proces kolektivnog dekodiranja krize i problema koje je stvorila, s obzirom na jake i konstantne signale koji stižu sa finansijskih tržišta, od agencija za kreditni rejting i međunarodnih partnera Evrope. Kriza je dovela do velikog neslaganja unutar evrozone, između država članica koje su zajmodavci i zajmoprimci, odnosno jezgra i periferije Evrope. Način na koji je kriza interpretirana je imao veliki uticaj na izbor instrumenata i mera politike. Politički akteri ne reaguju samo na krizu, nego identifikuju i definišu krizu kroz naraciju i diskurs, koji su od ključnog značaja. Formulisanje krize je krucijalno za upravljanje krizom, zato što definisanje suštine krize predstavlja osnovu za definisanje odgovarajućih strategija za rešavanje krize. Takođe, prikrivanje određenih dimenzija krize može da ima važnu ulogu u upravljanju krizom, zato što politički akteri nastoje da umanje obim problema i sakriju od javnosti najvažnije aspekte krize. Od krucijalnog značaja su: meta-naracija krize i formulisanje problema, koji su poslužili za prikrivanje dve značajne dimenzije krize: evropskog bankarskog sistema i uloge razvoja neravnoteže na tekućim računima država članica evrozone.

U petom poglavlju je prikazan odgovor na krizu suverenog duga u evrozoni. Kreatori politike su rešavali problematičnu konstrukciju evrozone, odnosno problem nedovršene EMU, i radili su na evropskoj izgradnji institucija. Prikazani su mehanizmi u okviru paketa pomoći koje su kreirale države članice EU i evrozone, u koje spadaju: Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost, Evropski fond za finansijsku stabilnost i Evropski stabilizacioni mehanizam.

U **četvrtom delu** rada fokus analize je na budućnosti evra.

Deveta glava razmatra budućnost EMU. U prvom poglavlju je upoređena kriza evra sa prethodnim krizama u Evropi, i objašnjene su dve osnovne razlike: postojanje neposrednog tržišnog i političkog pritiska, sa potencijalno katastrofalnim posledicama usled neaktivnosti, i izbacivanje EU iz njenog tehnokratskog domena zbog eksplicitne politizacije evropskog odlučivanja. Kriza evra sugerije da rad lidera EU nije završen. Preduzeti koraci u poslednjih nekoliko godina će uglavnom da pomognu Evropi da

obrati pažnju na potencijalne krize i da reaguje prilikom njihovog nastanka, ali u manjoj meri su omogućili da se reše dublji problemi koji su inicijalno i učinili da Evropa postane osetljiva na ovakve krize.

Budućnost evropskih integracija je fokus drugog poglavlja. Euro je preživeo svoju prvu ozbiljnu krizu, a evrozona je nastavila da se širi, primajući nove članice tokom i nakon dužničke krize. Za krizu su krive i države koje su se prekomerno zadužile i one koje ih nisu u tome sprečile. Jedno je sigurno, ovako podeljena evrozona nema puno šansi da opstane. Međutim, ostajanje u EMU i dalje predstavlja bolju alternativu za države članice od njenog napuštanja i vraćanja starih valuta. I pored toga, ideja o „Sjedinjenim Evropskim Državama“ više nije atraktivna opcija za veliki broj stanovnika u Evropi. Prikazani su rezultati istraživanja Evrobarometra Evropske komisije koji pokazuju opadajući trend pozitivnog i rastući trend negativnog mišljenja o EU, u periodu od 2010. do 2013. godine, na šta je u velikoj meri uticala kriza na finansijskom tržištu i kriza suverenog duga. Detaljno su opisana i tri moguća scenarija za budućnost evrozone, koji podrazumevaju različite stepene evropske integracije: status kvo, države ujedinjene u dezintegraciji, i unija u okviru unije.

U trećem poglavlju je razmotrena evrozona kao ugrađena valutna zona. Euro može da se analizira primenom dve opšte teorije, koje razmatraju šta utiče na valutnu zonu da ostane objedinjena. Prva je teorija optimalne valutne zone koja dominantna, ali istovremeno i nepotpuna, zato što ne uzima u obzir različite političke institucije i uslove koji omogućavaju da jedinstvena valuta bude uspešna. Druga je teorija „ugrađene valutne zone“ (*Embedded Currency Area - ECA*), koju je definisala Ketlin Meknamara 2015. godine. Izgradnja četiri ključna elementa ugrađenosti valute - centralne banke da vrši funkciju pravog majodavca u krajnjoj instanci, fiskalne i ekonomske unije, finansijske i bankarske unije, i političke unije – će biti od presudnog značaja za to da li će euro na kraju da opstane ili ne. Dugoročna budućnost evra će zavistiti od toga da li je EU u stanju da izgradi socijalne i političke institucije koje su neophodne za obezbeđenje tog minimuma. Kao glavni problem evra je identifikovan nedostatak sistemske institucionalne ugrađenosti.

U četvrtom poglavlju je pokazano da iako je tokom poslednjih nekoliko godina ostvaren značajan napredak vezan za završetak konstrukcije EMU, i dalje nisu pronađena rešenja za sve ekonomske nedoslednosti. Prikazana su tri „nekonzistentna trojstva“ koja treba da se razmotre, kao i „konzistentno trojstvo“ koje bi formirala odgovarajuća rešenja za navedene izazove, od kojih bi sve države članice evrozone imale koristi. Prikazan je i plan za završetak konstrukcije EMU. Neophodno je da se preduzmu potrebne mere za njen završetak, odnosno da se EMU pretvori u ono što treba da bude - mesto prosperiteta zasnovanog na uravnoteženom privrednom rastu i stabilnosti cena, konkurentna socijalna tržišna ekonomija, sa ciljem ostvarenja pune zaposlenosti i društvenog napretka. Napredak mora da se odvija u četiri smera, prema: istinskoj ekonomskoj uniji, finansijskoj uniji, fiskalnoj uniji i političkoj uniji. Sve četiri unije zavise jedna od druge, pa samim tim moraju uporedno da se razvijaju, a sve države članice evrozone moraju da učestvuju u svim unijama. Napredak će da bude ostvaren nakon sprovođenja niza kratkoročnih i dugoročnih mera koje treba da se preciziraju. Nakon mnogo godina trajanja krize, vlade i institucije moraju da pokažu građanima i tržištima da evrozona neće samo da nastavi da postoji, nego i da će da napreduje. Predstavljen je plan organizacije postupka u dve uzastopne faze.

U petom poglavlju je prikazana moguća budućnost evra, u kontekstu rizika i neizvesnosti sa kojima se suočava, kao i njegova međunarodna uloga. U periodu posle

2008. godine, dva dešavanja u međunarodnom monetarnom sistemu su bila posebno značajna: iznenađujuće trajna globalna dominacija dolara i rastuća međunarodna monetarna moć Kine. Što su nacrti za budućnost Evrope kompleksniji, i što dalju budućnost projektuju, veći su rizici i neizvesnosti koji se umnožavaju u strukturi. Budućnost evra može da se prikaže primenom metafore „crnog labuda“ koju je prvobitno razvio Nikolas Taleb. Proširena metafora labudova se u radu koristi za prikaz mogućih ekonomskih, finansijskih i političkih pretnji sa kojima će se suočavati evro. Postoje tri vrste „evro labudova“, koje sve mogu da budu ujedno i pozitivne i negativne: beli labudovi (ono što je bivši američki sekretar za odbranu Donald Ramsfeld nazvao „poznate poznanice“), sivi labudovi („poznate nepoznanice“ i „nepoznate poznanice“) i crni labudovi („nepoznate nepoznanice“). Za sve tipove labudova su dati primeri.

I. EVROPSKA MONETARNA UNIJA I EVRO

1. STVARANJE EVROPSKE MONETARNE UNIJE

1.1. ISTORIJA EVROPSKIH INTEGRACIJA

Ideja o evropskim integracijama je stara koliko i ideja o Evropi. Realizacija ideje evropskog ujedinjenja počela je nakon Drugog svetskog rata, ali njeni koreni datiraju vekovima unazad. Ideja ujedinjenja Evrope, na različite načine i kroz različite oblike, javljala se u istoriji Starog kontinenta od antičkih vremena do danas. Delovi Evrope bili su međusobno povezani u različitim periodima istorije i iz različitih razloga, ali ne i ujedinjeni. Dva osnovna načina na kojima su se zasnivale sve poznate ideje i pokušaji evropskog ujedinjavanja bili su pokoravanje putem vojne sile i dobrovoljno ujedinjavanje evropskih naroda. Do ozbiljnijeg stava prema stvaranju jasnog vida ujedinjena u Evropi dolazi tek sa sazrevanjem političke svesti, usled dva svetska rata.

Evropske integracije predstavljaju kontinuirani istorijski proces koji dugo traje sa tendencijom da se nastavi i u budućnosti. Poznavanje istorijskog toka događaja evropskih integracija je ključno za razumevanje Evropske unije, koja predstavlja najznačajniji oblik evropske integracije. Sledi hronološki tabelarni prikaz integracija koje su kasnije dovele do stvaranja Evropske monetarne unije.

Tabela 1: Prekretnice evropskih integracija

Godina	Događaj	Objašnjenje
1948.	Organizacija za evropsku ekonomsku saradnju (<i>Organization for European Economic Cooperation – OEEC</i>)	Osnovana je OEEC, kao institucija koja je trebalo da kontroliše primenu Programa za evropsku obnovu (<i>European Recovery Program – ERP</i>) koji je ustanovljen na osnovu Maršalovog plana (<i>Marshall Plan</i>).
1950.	Šumanova deklaracija (<i>Schuman declaration</i>)	Robert Šuman, tadašnji francuski ministar spoljnih poslova, predlaže udruživanje zapadnoevropskih industrija uglja i čelika. Šuman je bio inspirisan vizijom Žan Monea, komesara za plan u tadašnjoj francuskoj vladi.
1951.	Evropska zajednica za uglj i čelik (<i>European Coal and Steel Community – ECSC</i>)	Šest država – Belgija, Francuska, Italija, Luksemburg, Holandija i Zapadna Nemačka – osniva ECSC potpisivanjem Ugovora iz Pariza. Principi ECSC, kao oblika sektorske integracije, uključuju: redovno snabdevanje zajedničkog tržišta, jednak pristup izvorima proizvodnje za potrošače unutar Zajednice, održavanje mira i zamenjivanje starih rivalstava novom saradnjom. 2002. godine Ugovor o osnivanju ECSC ističe, kako je i bilo predviđeno.
1957.	Evropska ekonomska zajednica (<i>European Economic Community - EEC</i>) i Evropska zajednica za atomsku energiju (<i>European Atomic Energy Community - EURATOM</i>).	Potpisani su Ugovori iz Rima kojima je osnovana EEC i EURATOM. Cilj država članica je uklanjanje međusobnih trgovinskih i tarifnih barijera i stvaranje zajedničkoga tržišta.

Godina	Događaj	Objašnjenje
1959.	Evropsko udruženje slobodne trgovine (<i>European Free Trade Association - EFTA</i>)	EFTA je uspostavljena Konvencijom u Stokholmu, dogovorom između Velike Britanije, Austrije, Švajcarske, Danske, Norveške, Portugalije i Švedske. EFTA je osnovana kao trgovinski blok koji je predstavljao alternativu za evropske države koje nisu mogle ili nisu želele da se pridruže tadašnjoj EEC. EFTA je počela sa radom 1960. godine, a kasnije su se pridružile i Grčka, Finska, Island i Lihtenštajn. EFTA danas ima četiri članice: Island, Lihtenštajn, Norvešku i Švajcarsku. Ostale prvobitne članice napustile su EFTA po pristupanju Evropskoj uniji.
1962.	Zajednička poljoprivredna politika (<i>Common Agricultural Policy - CAP</i>)	Započinje se sa CAP.
1968.	Završena carinska unija (<i>Customs Union - CU</i>)	Završeno je stvaranje CU unutar EEC i ustanovljene su zajedničke spoljne carine.
1967.	Evropska zajednica (<i>European Communities - EC</i>)	Spajaju se EEC, ECSC i EUROATOM u jedinstvenu međunarodnu organizaciju EC. Osnivaju se tri nove institucije: Evropska komisija, Savet ministara i Evropski parlament.
1970.	Neuspešno pokretanje monetarnih integracija	Na temelju odluke koju je 1969. doneo Evropski savet (tj. čelnici država ili vlada država članica EEC), Vernerovim izveštajem (<i>The Werner Report</i>) utvrđen je prvi nacrt ekonomske i monetarne unije, koja bi se sastojala od tadašnjih šest članica EEC. Zbog brojnih razloga ranih 1970-ih godina je plan propao. Uprkos krajnjem neuspehu Vernerovog izveštaja, smatra se da je doprineo stabilizaciji i smanjenju međukursnih razlika između članica EEC, konvergenciji kamatnih stopa i stopa inflacije, olakšanom kretanju kapitala između država EEC, kao i konačnom smanjenju spoljnog uticaja monetarne politike SAD na evropska monetarna kretanja.
1973.	Prvo proširenje EU	Danska, Irska i Velika Britanija priključuju se EEC. Sada se EEC sastoji od devet država članica.
1974.	Formalizovan Evropski savet	Na Samitu u Parizu, lideri EU su se složili da se redovno sastaju kao Evropski savet.
1979.	Osnovan Evropski monetarni sistem (<i>European Monetary System - EMS</i>)	Vlade i centralne banke devet država članica stvaraju EMS. EMS je formiran sa ciljem bliže monetarne saradnje koja će voditi ka zoni monetarne stabilnosti u Evropi. ¹ Osnovne karakteristike EMS su ² : - mehanizam deviznog kursa (<i>Exchange Rate Mechanism - ERM</i>), kojim se između valuta država učesnica utvrđuju fiksni, ali promenljivi devizni kursevi

¹ Loureiro, J., (1996), *Monetary Policy in the European Monetary System*, Springer, Berlin. Str.: 6.

² Furtula, S., Marković, D., (2010), *Monetarni sistem Evropske unije*, Grafički centar InterPrint, Kragujevac. Str.: 12.

Godina	Događaj	Objašnjenje
		<ul style="list-style-type: none"> - evropska valutna jedinica - eki (<i>European Currency Unit - ECU</i>) - kreditne olakšice, koje služe za odbranu i stabilizovanje deviznih kurseva - osnivanje Evropskog fonda za monetarnu saradnju (<i>European Monetary Cooperation Fund - EMCF</i>), kao preteče Evropskog monetarnog fonda (<i>European Monetary Fund - EMF</i>).
1981.	Drugo proširenje EU	Grčka se priključuje EEC.
1986.	Treće proširenje EU	Španija i Portugalija se priključuju EEC.
1986.	Jedinstveni evropski akt (<i>Single European Act - SEA</i>)	Potpisivanjem SEA ponovno oživljava ideja o ekonomskoj i monetarnoj uniji. Smatra se prvom reformom ka EU kojom je između ostalog ubrzan proces donošenja odluka. Akt dopunjava Ugovore iz Rima, jača ulogu Evropskog parlamenta i omogućava stvaranje zajedničkog tržišta.
1988.	Delorov izveštaj (<i>Delors Report</i>)	Evropski savet potvrđuje cilj postizanja ekonomske i monetarne unije. Odbor stručnjaka koji je predvodio Žak Delors, tadašnji predsednik Evropske komisije, ispituje načine za sprovođenje EMU. Delorovim izveštajem su predložene tri faze u procesu stvaranja EMU. U Delorovom izveštaju su identifikovana 4 osnovna elementa ekonomske i monetarne unije ³ : jedinstveno tržište, politika konkurencije i mehanizama za jačanje tržišta, kohezija i koordinacija makroekonomske politike.
1989.	Pregovori o Ugovoru o Evropskoj uniji (<i>Treaty on European Union – TEU</i>)	Započinju pregovori o TEU, odnosno Ugovoru iz Mاستrihta. Tim se Ugovorom osniva EU i menja Ugovor kojim je osnovana EC. Pre svega, on sadrži odredbe o uvođenju EMU i osnivanju ECB.
1990.	Prva faza EMU	Započinje prva faza EMU.
1992.	Potpisan Ugovor iz Mاستrihta	Potpisuje se Ugovor iz Mاستrihta. Njime se uvode novi oblici saradnje između vlada država članica, na primer na području obrane, pravosuđa i unutrašnjih poslova. Dodavanjem te međuvladine saradnje postojećem sistemu zajednice, Ugovorom iz Mاستrihta stvorena je EU.
1993.	Stupa na snagu Ugovor iz Mاستrihta	Ugovor iz Mاستrihta stupa na snagu 1. novembra, nakon što ga je ratifikovalo svih dvanaest država članica.
1994.	Druga faza EMU	Započinje druga faza EMU.
1995.	Četvrto proširenje EU	Austrija, Finska i Švedska se priključuju EU.

³ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, (1989), » Economic and Monetary Union in the European Community«, http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf. Str.: 16

Godina	Događaj	Objašnjenje
1997.	Ugovor iz Amsterdama	Potpisan je Ugovor iz Amsterdama, koji stupa na snagu 1. maja 1999. godine. Nije doneo veće institucionalne novine, i sastoji se pretežno od izmena ranijih sporazuma. Njegove osnovne odredbe su: sloboda kretanja ljudi, davanje azila, pravna saradnja u građanskim pitanjima, uključenje Protokola o socijalnoj politici (Socijalna povelja) i proširivanje nadležnosti Evropskog parlamenta.
1998.	Evropska centralna banka i Evropski sistem Centralnih banaka (<i>European System of Central Banks – ESCB</i>)	Uspostavljena je ECB i ESCB.
1999.	Treća faza EMU	Započinje treća faza EMU. Euro postaje samostalna valuta; samo u vidu elektronskog novca do januara 2002. godine.
	Evrozona	Jedanaest država članica se priključuje evrozoni: Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Nemačka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Portugalija i Španija.
2000.	Ugovor iz Nice	Potpisan je Ugovor iz Nice, koji stupa na snagu 1. februara 2003. godine nakon komplikovanog procesa ratifikacije u Irskoj. Omogućio je institucionalne promene unutar EU da bi se trasirao put za očekivano pristupanje većeg broja država tokom prve decenije XXI veka. Osnovne odredbe Ugovora su: nova preraspodela glasova u Savetu ministara u cilju ojačavanja pozicije većih članica kada se nove članice, koje su ulavnom male, budu priključile uniji; broj mesta u Evropskom parlamentu je određen dajući maksimalan ukupni broj poslanika od 732 (isto tako, dogovoren je broj članova za ostale institucije EU); unete su manje promene kod ovlašćenja Suda pravde i ECB.
2001.	Prvo proširenje evrozone	Grčka se priključuje evrozoni.
2002.	Evro keš	Dvanaest država EU uvodi evronovčanice i evrokovanice.
2004.	Peto proširenje EU	Slovenija, Poljska, Mađarska, Češka, Slovačka, Litvanija, Letonija, Estonija, Kipar i Malta se 1. maja priključuju EU.
2007.	Šesto proširenje EU	Bugarska i Rumunija se 1. januara priključuju EU.
	Drugo proširenje evrozone	Slovenija se priključuje evrozoni.
2008.	Treće proširenje evrozone	Kipar i Malta se priključuju evrozoni.
2009.	Ugovor iz Lisabona	Ugovor iz Lisabona stupa na snagu.
	Četvrto proširenje evrozone	Slovačka se priključuje evrozoni.
2011.	Peto proširenje evrozone	Estonija se priključuje evrozoni.

Godina	Događaj	Objašnjenje
	Evropsko nadzorno telo za bankarstvo (<i>European Banking Authority - EBA</i>), Evropsko nadzorno telo za osiguranje i strukovno penzijsko osiguranje (<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA</i>), Evropska uprava za hartije od vrednosti i tržišta (<i>European Securities and Markets Authority - ESMA</i>), Evropski odbor za sistemski rizik (<i>European Systemic Risk Board - ESRB</i>)	Počinju da rade tri nova evropska nadzorna tela za finansije: EBA, EIOPA i ESMA. Rade zajedno sa ESRB, koji je takođe osnovan 2011. godine, kako bi osigurali finansijsku stabilnost i unapredili nadzorni okvir EU.
2013.	Sedmo proširenje EU	Hrvatska se 1. jula priključuje EU.
2014.	Šesto proširenje evrozone	Letonija se priključuje evrozoni.
	ECB i nadzor	ECB u potpunosti preuzima nadzorne zadatke i odgovornosti za banke u državama članicama koje učestvuju u Jedinstvenom nadzornom mehanizmu Website-a o nadzoru banaka
2015.	Sedmo proširenje evrozone	Litvanija se priključuje evrozoni.

Izvor: ECB i Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 44-46.

Od svog nastanka, pa do današnjih dana, EU je rasla i razvijala se. Od zajednice koja je izgradila Evropu iz pepela nakon Drugog svetskog rata, razvila se u jedinstvenu uniju sa dvadeset osam država članica, unutar kojih je omogućeno slobodno kretanje ljudi, roba, usluga i kapitala. EU je rezultat procesa saradnje i integracije koja je počela 1951. godine između šest država, sa sedam talasa pripajanja u međuvremenu. Prema tome, u toku poluvekovnog i vertikalnog integrisanja, stvoren je ekonomski prostor na kome su privredni tokovi u najvećem stepenu slobodni, odnosno nesputani intervenističkim aktivnostima nacionalnih vlada.

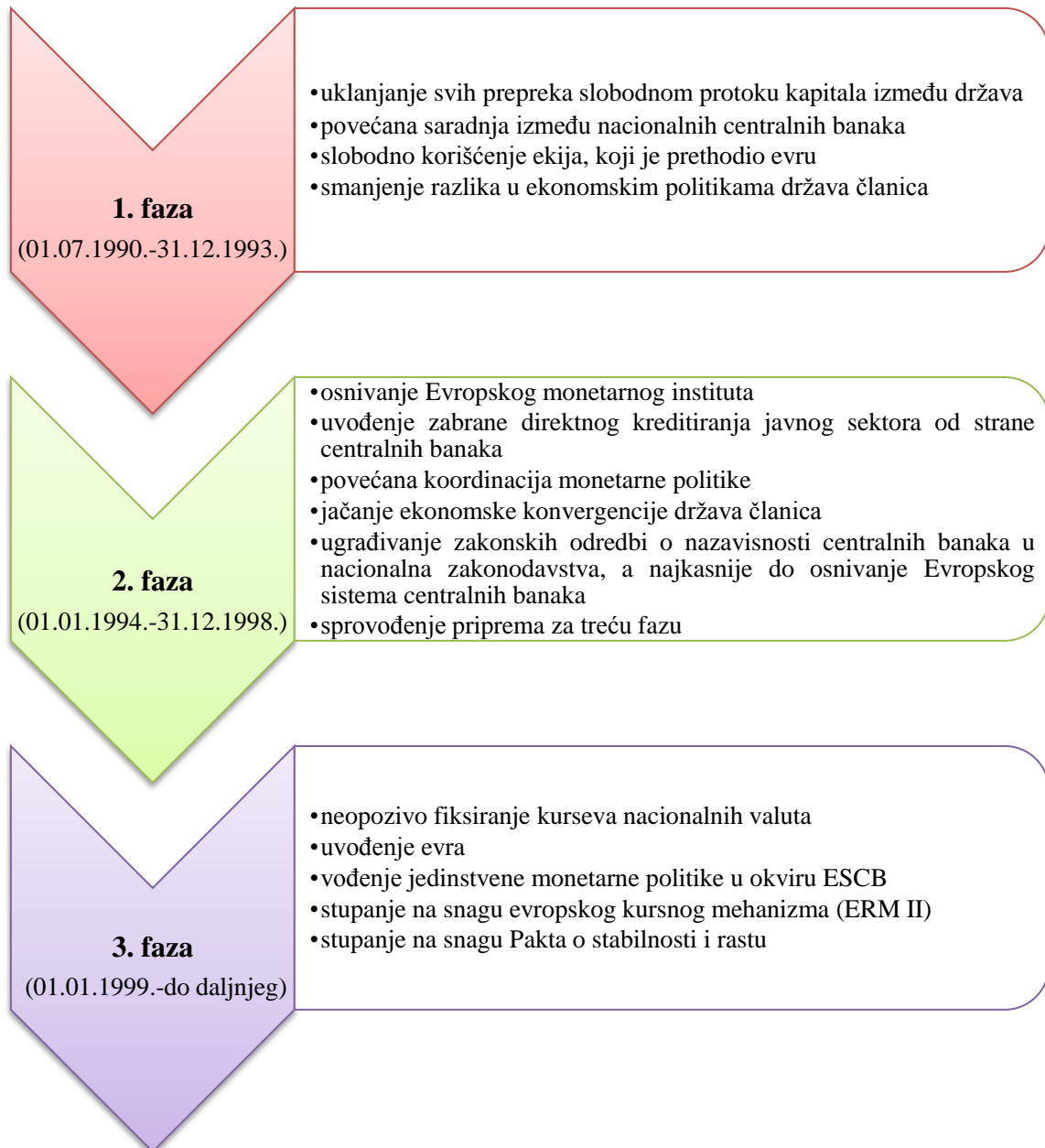
EU je regionalna organizacija evropskih država, kroz koju države članice ostvaruju zajedničke ciljeve, kao što su uravnotežen privredni rast i društveni razvoj, visoka stopa zaposlenosti, zaštita prava i interesa građana. To je nadnacionalna zajednica evropskih država nastala kao rezultat procesa saradnje i integracije. Integrisanje evropskih država je proces koji je spor i nimalo jednostavan, koji i dalje traje, menjajući svoj obim i značenje svake godine. EU je definisana kao⁴:

- federacija u monetarnim odnosima, poljoprivredi, trgovini i zaštiti životne sredine
- konfederacija u socijalnoj i ekonomskoj politici, zaštiti potrošača, unutrašnjoj politici
- međunarodna organizacija u spoljnoj politici, koja se bazira na carinskoj uniji, jedinstvenoj moneti i zajedničkoj poljoprivrednoj politici.

⁴ Džombić, I.J., (2012), *Evropska unija: prošlost, sadašnjost, budućnost*, Friedrich-Ebert-Stiftung, Sarajevo. Str.: 42.

EU predstavlja nadnacionalnu organizaciju koja donosi odluke na osnovu zajedničkih interesa svih država članica, a ne na osnovu interesa pojedinačnih država. Moć, uloga i odgovornosti EU su superiorne u odnosu na funkcije bilo koje postojeće međunarodne organizacije. Međutim, iako na globalnom nivou EU predstavlja najveću regionalnu, trgovinsku, monetarnu i političku integraciju, i dalje se ne kreće u pravcu transformacije u „Sjedinjene Evropske Države“.

Sledi grafički prikaz glavnih mera koje su sprovedene tokom tri faze uvođenja Evropske monetarne unije.



Grafikon 1: Fazni proces uspostavljanja Evropske ekonomske i monetarne unije

Izvor: ECB.

Ugovor o Evropskoj uniji je odobren na Samitu Evropskog saveta 9.,10. i 11. decembra 1991. godine u Matrihtu, a zatim je potpisan 7. februara 1992. godine, nakon čega je ratifikovan od strane dvanaest evropskih nacionalnih parlamenata država članica. Ugovor o EU je stupio na snagu 1. novembra 1993. godine, kada je Evropska zajednica postala Evropska unija. Osnovni zadatak Ugovora iz Matrihta je bio stvaranje ekonomske i monetarne unije i lansiranje zajedničke valute, što je predstavljalo najkomplicovaniji korak od svih dotadašnjih integracija. To je podrazumevalo ne samo da se sprovedu određeni standardi u jednom sektoru, već da čitave privrede postignu određena svojstva - kriterijume konvergencije, koja nisu lako dostižna, a da ta svojstva i kasnije održavaju.

U Ugovoru o EU su svi integracioni procesi grupisani oko tri stuba (*Three Pillars*)⁵:

- 1) prvi stub se sastojao iz već postojećih nadnacionalnih zajednica poput: Evropske zajednice za uglj i čelik (*ECSC*), Evropske ekonomske zajednice (*EEC*) i Evropske zajednice za atomsku energiju (*EURATOM*) odnosno jednim imenom - Evropska zajednica (*European Communities - EC*).
- 2) drugi stub je činila međudržavna saradnja između članica u oblasti Zajedničke spoljne i bezbednosne politike (*Common Foreign and Security Policy - CFSP*).
- 3) treći stub se odnosio na saradnju između članica na području pravosuđa i unutrašnjih poslova (*Justice and Home Affairs - JHA*).

Ugovor iz Lisabona, koji je stupio na snagu 1. decembra 2009. godine, uklonio je tri stuba iz strukture EU - od tri stuba, sistem čine dva stuba⁶:

- 1) prvi stub je Ugovor o osnivanju Evropske zajednice (takođe se zove *Treaty Establishing the European Community - TEC* ili Ugovor iz Rima)
- 2) drugi stub je Ugovor o Evropskoj uniji (takođe se zove *Treaty on European Union - TEU* ili Ugovor iz Matrihta).

Postoji čitav niz drugih ugovora, ali se njima ili modifikuju dva navedena glavna ugovora (Jedinstveni evropski akt, Ugovor iz Amsterdama, Ugovor iz Nice, i drugi), ili je reč o ugovorima koji su važni samo u vrlo specifičnim oblastima (Ugovor o osnivanju Evropske zajednice za atomsku energiju, i drugi).

⁵ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 60-61.

⁶ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 63-64.



Grafikon 2: Struktura Evropske unije

Izvor: Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 62.

Evropski monetarni institut (*European Monetary Institute - EMI*) je počeo sa radom 1. januara 1994. godine i trebalo je da ojača saradnju između centralnih banaka i koordinaciju monetarnih politika, da nadgleda funkcionisanje Evropskog monetarnog sistema, unapredi upotrebu evra i funkcionisanje platnog prometa. Takođe, bilo je predviđeno i jačanje koordinacije ekonomskih politika država članica, radi smanjenja inflacije, kamatnih stopa i ograničavanja budžetskog deficita. Evropska centralna banka, institucija koja je zadužena za sve poslove vezane za evro i celokupnu monetarnu politiku EU, osnovana je 1. juna 1998. godine sa sedištem u Frankfurtu, zamenivši EMI. Takođe, osnovan je i Evropski sistem centralnih banaka, u čijem sastavu su se pored ECB, nalazile i centralne banke država članica, koje su bile dužne da određenu količinu svojih rezervi u zlatu i novcu prebace u ECB.

Prema Ugovoru iz Matrihta, poslednji korak ka stvaranju ekonomske i monetarne unije bilo je uvođenje zajedničke valute. Na sednici Evropskog saveta u Madridu, sredinom decembra 1995. godine, dogovoreno je da će se zajednička valuta zvati evro, a utvrđen je i način na koji bi nova valuta bila puštena u opticaj⁷. Ugovorom

⁷ https://sr.wikipedia.org/wiki/Istorija_Evropske_Unije.

iz Maastrichta su, u cilju stabilnosti zajedničke valute, određeni kriterijumi koje je država članica morala da ispuni kako bi mogla da je uvede.

Mehanizam deviznog kursa ERM II (*Exchange Rate Mechanism II*) je sistem deviznih kurseva u kojem države članice EU moraju da učestvuju bar dve godine kako bi stekle uslove za članstvo u ekonomskoj i monetarnoj uniji. Stupio je na snagu 1. januara 1999. godine. ERM II pruža državama fleksibilan i efikasan okvir za: povećanje konvergencije sa evrozonom, stabilizaciju kursa odnosno utvrđivanje pogodnog nivoa neopozivog fiksiranja kursa za evro, a samim tim ostvarivanje dodatne makroekonomske stabilnosti. Osmišljen je za one države članice EU koje još nisu spremne za ulazak u evrozonu, odnosno uvođenje evra, kako bi regulisao odnos valuta tih država bez narušavanja ekonomske stabilnosti unutar jedinstvenog tržišta. Sam trenutak početka pristupanja u ERM II je dobrovoljan i do njega može da dođe u bilo kojem trenutku po priključenju EU. Središnji paritet se odobrava zajednički, odnosno uz državu koja pristupa ERM II, srednji kurs moraju da odobre ECB i države članice ekonomske i monetarne unije. U ERM II se definiše srednji devizni kurs svake pojedine valute u odnosu na evro. Granice oko centralnog kursa u ERM II su $\pm 15\%$, imajući na umu da sa EU mogu da se ugovore i uže granice. Nivo srednjeg kursa se razlikuje između država, pa je taj nivo predmet pregovaranja između EU i država članica. Bitno je da taj kurs bude održiv, na način da sama valuta ne bude ni precenjena ni podcenjena.

Klauzula o izuzeću (*Opt-Out*) je ono po čemu se razlikuju ranije članice EU i novo pridošle od maja 2004. godine. To je mogućnost koja se odnosi na prihvatanje i neprihvatanje evra kao nacionalne valute. Za nove članice EU ne postoji, i imaju je samo Velika Britanija i Danska.

Evropska monetarna unija predstavlja vrhunac dosadašnjih evropskih integracija, i prvu monetarnu uniju u istoriji u kojoj su se suverene demokratske države dogovorile da iz upotrebe izbace nacionalne valute i uvedu jedinstvenu, do tada nepostojeću valutu - evro. Evro je i prva valuta u svetu iza koje ne stoje ni zlatna podloga ni jedinstvena politička vlast. EMU je formirana bez prethodnog političkog ujedinjenja.

EMU je prvobitno komponovana od ograničenog broja država članica, koje su imale jedinstvenu valutu i jedinstvenu monetarnu politiku. Sporazumom je predviđeno da se u EMU potencijalno uključe sve države članice EU. Države koje nisu bile članice EMU su imale obavezu da, što je pre moguće, dostignu kriterijume konvergencije, u cilju priključenja monetarnoj uniji.

EMU počiva na tri osnovna elementa⁸:

- 1) harmonizaciji monetarnih politika država članica

Države koje uđu u monetarnu uniju ne mogu da sprovedu samostalnu monetarnu politiku, već to moraju da čine sa drugim državama članicama.

- 2) zajedničkim rezervama

Države unutar monetarne unije mogu da imaju svoje rezerve, ali nema svrhe da sa njima samostalno deluju, ne samo zato što bi se suočile sa velikim gubicima, nego i zato što takvo delovanje dolazi u obzir samo ako je usklađeno sa drugim državama članicama.

- 3) zajedničkoj centralnoj banci

Radi operativnog delovanja, jedinstvena valuta mora da ima ustanovu koja će da obavlja zajedničke poslove.

⁸ Prokopijević, M., (2007), *Evropska monetarna unija*, Građevinska knjiga, Beograd. Str. 59-60.

EMU je počela da funkcionise 1. januara 1999. godine, u trenutku kada je ECB preuzela kontrolu od nacionalnih centralnih banaka i kada je uvedena jedinstvena valuta - evro⁹. Međutim, od 1. januara 1999. godine do 31. decembra 2001. godine evro nije postojao u fizičkom obliku, već samo u bankarskim knjigama - države su koristile evro na bankovnim računima i u svrhe platnog prometa, a njihove nacionalne valute su nastavile da se koriste za sve druge potrebe. Nacionalne valute su i dalje cirkulisale unutar svake države, a devizni kursevi među njima bili su neopozivo fiksni. U tom periodu evro se koristio samo u bezgotovinskim plaćanjima, pre svega, međubankarskim transakcijama, trgovinom na berzama i trgovinom državnim obveznicama. Potpuna monetarna unija ostvarena je 1. januara 2002. godine kada je uveden evro u fizičkom obliku (novčanice i kovanice) i kada su valute država članica povučene iz opticaja. Prema tome, evro je 1. januara 2002. godine postao jedino zvanično gotovinsko sredstvo plaćanja evrozona, zamenivši 12 valuta država članica.

Evrozona obuhvata 19 država članica EU, koje su pristupile u različitim godinama: Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Nemačka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Portugalija, Španija, Grčka, Slovenija, Kipar, Malta, Slovačka, Estonija, Letonija, Litvanija.



Grafikon 3: Države članice evrozona

Legenda:

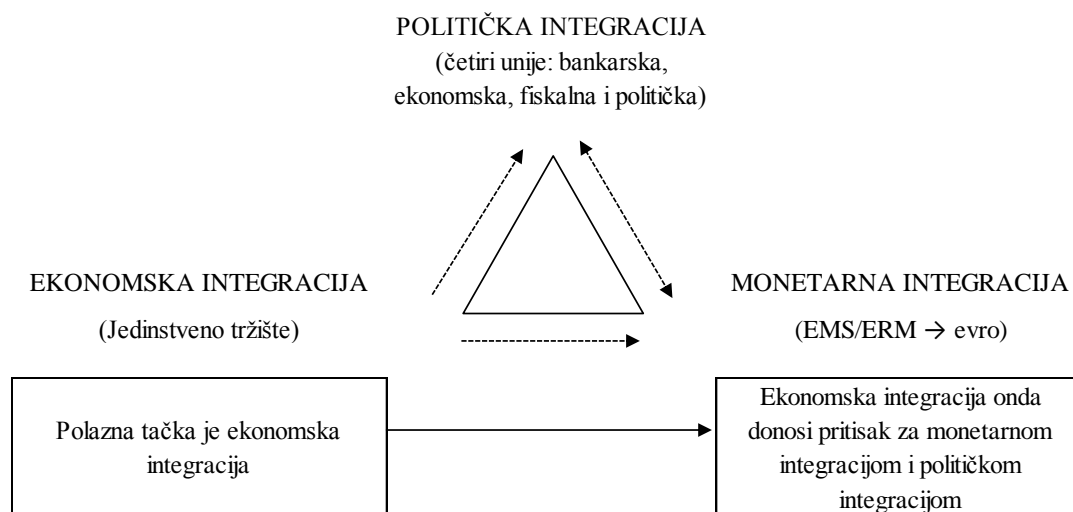
■ države članice evrozona

⁹ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 215.

Druge države EU (osim Danske i Velike Britanije, koje su izborile klauzulu o izuzeću koja ih oslobađa od obaveze pristupanja evrozoni) obavezne su da se pridruže čim ispune kriterijume. Nijedna država je nije napustila, a ne postoje odredbe za to ili za njihovo isključenje. Andora, Monako, San Marino, i Vatikan imaju formalne sporazume sa EU da koriste evro kao svoju zvaničnu valutu i izdaju svoje novčiće. Druge države, poput Kosova i Crne Gore, su prihvatile evro jednostrano, ali ove države ne predstavljaju zvanično deo evrozone i nemaju predstavnike u ECB ili Evrogrupi.

Stvaranje EMU i uvođenje evra kao zajedničke valute predstavlja najveće dostignuće u evrointegracionom procesu. Monetarna suverenost preneti je na nadnacionalni nivo, što znači da je odgovornost za vođenje monetarne politike EMU preneti na Evrosistem (*Eurosystem*). Međutim, monetarnu integraciju nije pratilo i fiskalno ujedinjenje. Zbog toga, EMU predstavlja jedinstven slučaj u kome se u vođenju ekonomske politike kombinuje centralizovana monetarna politika sa decentralizacijom svih ostalih segmenata ekonomske politike. U tom smislu, i pored monetarnog ujedinjenja, fiskalna politika je ostala u isključivoj nadležnosti država članica.

Za EMU je karakteristična funkcionalna integracija, odnosno evrozoni su oblikovala tri oblika integracije, koja su međusobno povezana - politička, ekonomska i monetarna integracija¹⁰. Veća politička integracija ima direktan uticaj na ekonomsku integraciju¹¹. Međutim, to važi i u suprotnom smeru, odnosno veća trgovinska i finansijska povezanost tokom prethodnih šezdeset godina su podsticale dodatne institucionalne korake i na taj način političku integraciju.



Grafikon 4: Evropski proces funkcionalne integracije

Izvor: Mongelli, F.P., (2013), »The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance between 'Sceptics' and 'Advocates' shifting?«, Occasional Paper Series 144, www.ecb.europa.eu. Str.: 10.

¹⁰ Mongelli, F.P., (2013), »The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance between 'Sceptics' and 'Advocates' shifting?«, Occasional Paper Series 144, www.ecb.europa.eu. Str.: 10.

¹¹ Dorrucchi, E., Fratzscher, M., Mongelli, F. P., (2004), »The Link between Institutional and Economic Integration: Insights for Latin America from the European Experience«, *Open Economies Review*15: 239-260. Str.: 240.

1.2. USLOVI ULASKA U EVROPSKU MONETARNU UNIJU

Nijedna država ne može da uđe u evrozonu ako nije članica EU. Kako bi uspešno završile pregovore o pridruživanju EU, sve države kandidati su morale da ispune Kopenhagenski kriterijum, prema kojem sve buduće države članice EU moraju da budu stabilne demokratije, da poštuju ljudska prava i vladavinu zakona, da zaštite nacionalne manjine, da imaju tržišnu ekonomiju koja funkcioniše i da usvoje zajednička pravila, standarde i politiku, koji čine najveći deo njenih zakona.

Postoje određeni uslovi ulaska u EMU, odnosno uslovi konvergencije koje su države morale da ispune kako bi pristupile monetarnoj uniji. Prvu grupu uslova predstavlja zakonska konvergencija, koja podrazumeva da države članice monetarne unije svoju regulativu moraju prilagoditi same monetarne unije. Ovaj uslov se ispunjava odgovarajućom promenom zakonodavstva, kako bi se uskladilo sa odredbama monetarne unije.

Drugu grupu čine ekonomski kriterijumi, koji se konvencionalno nazivaju kriterijumi konvergencije ili maastrichtski kriterijumi. Države kandidati za ulazak u EMU moraju da ispune svih pet propisanih kriterijuma kako bi usvojile evro¹². Ti kriterijumi su osmišljeni tako da omogućavaju pojedinim državama da potvrde koheziju svoje politike cenovne stabilnosti i privrednog razvoja u nameri da stvore solidnu osnovu za stabilan evro. U kriterijume konvergencije spadaju tri monetarna i dva fiskalna kriterijuma¹³:

- monetarni kriterijumi:

- 1) stopa inflacije (merena indeksom potrošačkih cena) u državi koja pristupa EMU ne sme da bude viša od 1,5 procentnih poena u odnosu na proseku stopa inflacije u tri države EU sa najnižom stopom inflacije

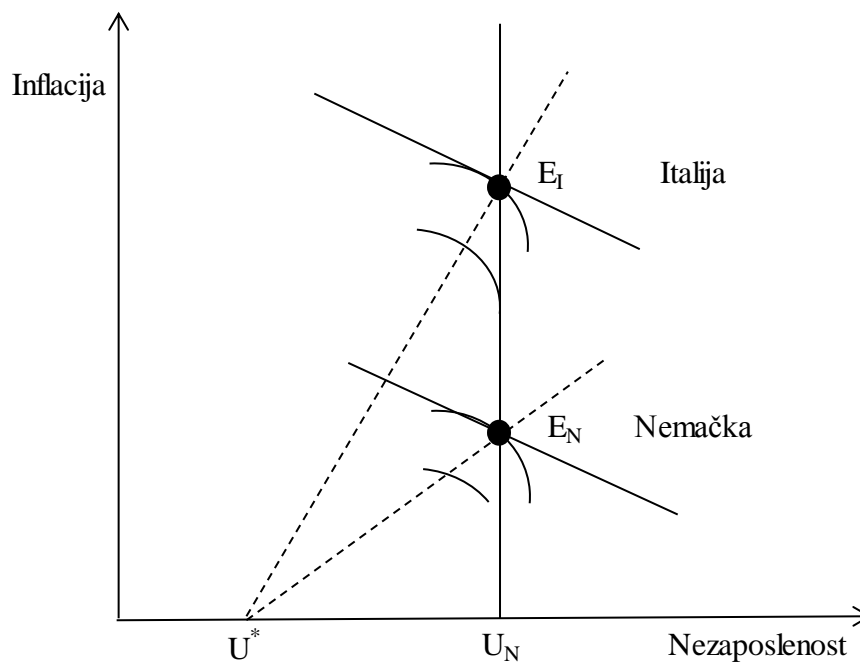
Ovaj kriterijum treba da pokaže da je inflacija pod kontrolom.

Osnovni razlog za konvergenciju inflacije ima veze sa strahom da će monetarna unija da pokaže sklonost ka višim stopama inflacije od onih koje su neke države članice imale pre monetarnog ujedinjenja. Bez ispunjavanja zahteva za konvergencijom inflacije, države sa nižom stopom inflacije nisu spremne da formiraju monetarnu uniju.

Objašnjenje može da se prikaže Baro-Gordonovim modelom, koji je prikazan na sledećem grafikonu.

¹² Afxentiou, P., (2000), »Convergence, the Maastricht Criteria, and Their Benefits«, *The Brown Journal of World Affairs* 7 (1): 245-254. Str.: 249.

¹³ http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/who_can_join/index_en.htm.



Grafikon 5: Predrasude vezane za inflaciju u monetarnoj uniji

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 217.

Pretpostavka je da se formira monetarna unija dve države: Nemačke i Italije, koje su identične izuzev preferenca vlasti vezanih za inflaciju i nezaposlenost¹⁴. Nemačke vlasti daju veliki značaj smanjenju inflacije, za razliku od italijanskih. To je predstavljeno ravnim indiferentnim krivama za Nemačku, i strmim krivama za Italiju. Stopa prirodne nezaposlenosti U_N je ista u obe države, tako da je ciljna stopa nezaposlenosti U^* . Inflaciona ravnoteža se dostiže u tački E_N u Nemačkoj i E_I u Italiji. Samim tim, inflacija, u proseku, je viša u Italiji od inflacije u Nemačkoj, bez bilo kakvog porasta nezaposlenosti za Italiju.

Formiranjem monetarne unije, država sa nižom stopom inflacije, u ovom slučaju Nemačka, morala bi da prihvati višu stopu inflacije i gubitak nivoa blagostanja koji je postojao pre monetarnog ujedinjenja. Do toga dolazi zato što jedinstvena centralna banka reflektuje prosečne preference država učesnica. Takva situacija nastaje zbog toga što jedinstvena centralna banka (zajednička za obe države članice) kreira monetarnu politiku uzimajući u obzir prosečne preference država članica, tako da će se kao rezultat dobiti viša stopa inflacije u monetarnoj uniji u odnosu na stopu inflacije države sa nižom inflacijom – inflaciona stopa unije će biti locirana između tačke E_N i E_I .

Prema tome, pošto država sa niskom inflacijom - Nemačka, trpi gubitak kad uđe u uniju sa državom sa višom inflacijom - Italijom, ona to neće želeti ukoliko ne može da nametne svoje uslove. Iz analize grafikona vidi se da je uslov taj da zajednička banka treba da ima iste preference kao nemačka centralna banka.

Takva situacija je nastala prilikom formiranja EMU. Zbog toga je Nemačka insistirala da se ECB formira tako da ima karakteristike kao Bundesbanka. Da bi se izbegla mogućnost više stope inflacije u monetarnoj uniji, Nemačka je insistirala da

¹⁴ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 216-218.

kontroliraju ključne parametre država koje žele da uđu u uniju, a koje moraju da budu identične nemačkim. Pre osnivanja unije, od kandidata za članstvo se tražilo da dokažu da vode računa o niskoj inflaciji u istoj meri kao i Nemačka. Prema tome, države koje žele da uđu u EMU moraju da prođu kroz dezinflacioni proces, jer na taj način dokazuju državama članicama EMU da teže istim ciljevima u vidu inflatorne stabilnosti.

- 2) dugoročne nominalne kamatne stope tokom godine ne smeju da odstupaju više od 2 procentna poena u odnosu na kamatne stope tri najuspešnije države Unije, odnosno tri države s najnižim kamatnim stopama

Ispunjavanjem ovog kriterijuma država dokazuje da je njena politika stabilnosti i konvergencije bila uspešna i da je tržištima obezbedila nisku dugoročnu kamatu.

Opravdanost kriterijuma konvergencije koji se odnosi na ujednačavanje kamatnih stopa je činjenica da bi prekomerne razlike u kamatnim stopama pre ulaska u uniju mogle da vode velikim dobitcima i gubicima kapitala u trenutku ulaska u EMU.

Na primer, pretpostavka je da je Velika Britanija odlučila da se pridruži EMU i da u trenutku ulaska njena dugoročna kamatna stopa na obveznice iznosi 5%, dok su dugoročne stope na obveznice u evrima 4%¹⁵. U trenutku ulaska kurs evro/funta biće neopozivo fiksiran. Kao rezultat, onima koji drže obveznice biće atraktivno da zarade, odnosno da prodaju obveznice u evrima, koje donose mali prihod, i da kupe obveznice u funtama, koje donose veći prihod. S obzirom na to da je devizni kurs neopozivo fiksiran, nema kursnog rizika od ovakvog postupka. Kao rezultat, ovo će se nastaviti sve dok se povraćaji na obveznice u evrima i funtama ne izjednače. Ovo vodi do pada cena obveznica u evrima i povećanja cena obveznica u funtama, sve dok se prihodi ne izjednače. Prema tome, ekonomski agenti (uglavnom finansijske institucije u evrozoni), koji drže obveznice u evrima, će da ostvare kapitalne dobitke. To bi dovelo do velikih poremećaja na nacionalnim tržištima kapitala. U cilju ograničavanja takvih poremećaja, razlike u kamatama moraju da se smanje pre ulaska u EMU.

- 3) valutne fluktuacije moraju da ostanu u okviru dozvoljenih granica ($\pm 15\%$), koju predviđa ERM II tokom dve godine pre uvođenja treće faze EMU, bez devalvacije svoje valute u odnosu na druge valute država EU

Ovaj kriterijum treba da ukaže na sposobnost potencijalnih država članica EMU da se uzdrže od korišćenja deviznog kursa kao instrumenta manipulisanja eksternim ekonomskim uslovima.

Glavni razlog zašto se od država zahteva da ne izvrše devalvaciju dve godine pre ulaska u EMU je sprečavanje manipulacija deviznim kursovima, jer bi depresijacija povećala konkurentnu poziciju država¹⁶. Međutim, nakon što je Ugovor iz Maastrichta potpisan, strogost ovog zahteva je značajno ublažena. Prema Ugovoru, države bi trebalo da održavaju svoje devizne kurseve u okviru normalnih margina fluktuacija (bez njihove promene) u toku dve godine koje prethode njihovom ulasku u EMU. U trenutku potpisivanja Ugovora, normalne margine su bile 2 x 2,25%, dok su u avgustu 1993. godine normalne margine u okviru EMS značajno proširene i utvrđene na 2 x 15%.

- fiskalni kriterijumi:

- 1) budžetski deficit ne sme da bude viši od 3% BDP države
- 2) javni dug ne sme da premaši 60% BDP države.

Ova dva kriterijuma treba da osiguraju da zajednička monetarna politika ne bude uzdrmana labavim nacionalnim budžetskim politikama koje bi vodile rastu kamata u celoj Uniji i ugrozile privredni rast svih država članica.

¹⁵ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 222-223.

¹⁶ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 222.

Na budžetskoj konvergenciji se pre svega insistiralo zbog povezanosti budžetskog deficita sa stopom inflacije¹⁷. Argument za smanjenje duga i deficita pre ulaska u EMU je napravljen da se ne bi povećavao rizik od više inflacije u budućoj EMU, ulaskom država sa visokim dugom i deficitom.

Država u kojoj postoji visok odnos javnog duga i BDP (na primer Italija više od 100% tokom 1990-ih godina), podstiče vladu države da donese mere koje će izazvati neočekivano visoku inflaciju. Novonastala situacija se negativno odražava na vlasnike državnih, posebno dugoročnih obveznica. Realna vrednost obveznica se značajno smanjuje, i vlasnici obveznica gube. Sa druge strane, vlada takve države ostvaruje dobitak, s obzirom na to da joj se realna vrednost duga smanjuje.

Prema tome, monetarna unija između niskozadužene i visokozadužene države stvara problem za niskozaduženu državu, jer će se suočiti sa partnerom koji će težiti većoj inflaciji. Do toga može da dođe čak i ako te države imaju iste preference kada je reč o inflaciji. Sve dok jedna država ima viši odnos između duga i BDP, imaće motiv da kreira iznenađujuću inflaciju. Kao rezultat, niskozadužena država gubi, pa će nastojati da se visok odnos između duga i BDP potencijalne države članice smanji pre ulaska u monetarnu uniju. Da bi to ostvarila, visokozadužena država mora da smanji deficit vladinog budžeta. Kada to uspe, nestaće i njen motiv za kreiranjem iznenadne inflacije pa će moći bezbedno da uđe u uniju.

Još jedan argument je da, ukoliko bi među državama koje formiraju monetarnu uniju postojale i visokozadužene, postoji realna opasnost da u određenom trenutku one neće moći da izmire taj dug. Ukoliko im se omogući ulazak u uniju, u krizama usled neizvršavanja svojih obaveza one će vršiti veći pritisak da ih neko izbavi. Zbog toga u Ugovoru iz Mاستrihta i postoji klauzula o zabrani preuzimanja dugova (*No Bail-Out Clause*), tako da ni vlade država članica, niti ECB, ne mogu da budu naterane da pružaju pomoć, odnosno izbavljaju ostale države članice.

Ostvarivanje kriterijuma budžetskog deficita i javnog duga je nateralo države na veoma strogu fiskalnu disciplinu i prouzrokovalo brojne socijalne proteste u državama članicama. Razlozi se odnose na način pokrića budžetskog deficita. Države kandidati za ulazak u EMU su budžetski deficit najčešće pokrivali iz realnih kamatnih prihoda – poreza, i to poreza na promet, čime se direktno utiče na nivo životnog standarda stanovništva, i to može da izazove jake socijalne potrebe. Takođe, svođenje budžetskog deficita na 3% BDP podrazumeva mere štednje, što može da utiče na fleksibilnost i efikasnost fiskalne politike i mogućnost zapošljavanja.

To je bio razlog za mnoge ekonomiste da kritikuju norme od 3% za budžetski deficit i 60% BDP za javni dug. Budžetske norme od 3% i 60% proizlaze iz formulacije koja određuje visinu budžetskog deficita koji je neophodan da bi se stabilizovao javni dug¹⁸:

$$d = g \times b$$

gde su:

b - (stabilna država) nivo na kome se javni dug stabilizuje (izražen u % od BDP)

g - stopa rasta nominalnog BDP

d - vladin budžetski deficit (izražen u % od BDP)

¹⁷ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 218-220.

¹⁸ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 221.

Formula pokazuje da bi za stabilizaciju javnog duga na 60% od BDP, budžetski deficit morao da se dovede na nivo od 3% od BDP, ako i samo ako je nominalna stopa rasta BDP 5% ($0,03 = 0,05 \times 0,6$).

Jedini razlog zašto je Ugovorom iz Mاستrihta određen procenat javnog duga od 60% je taj što je u to vreme to bio prosek odnosa dug/BDP u EU.

Što se tiče poštovanja kriterijuma, sve članice Evropske unije moraju da ih se pridržavaju dve godine pre ulaska u EMU i sve vreme članstva, dok se ostalim državama preporučuje da ih poštuju. Prema tome, Mاستrihtski kriterijumi se odnose samo na države koje žele da uđu u evrozonu. Pre ulaska u EU, postoji praksa proveravanja napretka u ispunjavanju kriterijuma država kandidata zasnovana na: stepenu ispunjenosti koji pokazuje brzinu kojom države mogu da uđu u ERM II, odnosno EMU; i stepenu ispunjenosti kriterijuma na osnovu čega države kandidati mogu da se uporede sa državama članicama.

Tabela 2: Ispunjenost kriterijuma konvergencije država članica EU (van evrozone) (u aprilu 2014. godine)

Država	Stopa inflacije	Budžetski deficit u odnosu na BDP	Javni dug u odnosu na BDP	Valutne fluktuacije		Dugoročna kamatna stopa	Zakonodav -stvena kompatibil -nost
				ERM II članica	Dozvoljena granica		
Referentne vrednosti	max. 1.7%	max. 3.0%	max. 60%	min. 2 godine	max. ±15%	max. 6.2%	Da
	(maj 2013.– april 2014.)	(fiskalna godina 2013.)	(fiskalna godina 2013.)	(od sadašnjeg trenutka)	(za 2013.)	(maj 2013.– april 2014.)	(od 30. aprila 2014.)
Bugarska	-0,8%	1,50%	18,90%	Ne	0,0%	3,52%	Ne
Hrvatska	1,10%	4,90%	67,10%	Ne	-0,8%	4,80%	Da
Češka Republika	0,90%	1,50%	46,00%	Ne	-3,3%	2,21%	Ne
Danska	0,40%	0,80%	44,50%	16 godina	-0,2%	1,78%	Nepoznata
Mađarska	1,00%	2,20%	79,20%	Ne	-2,6%	5,80%	Ne
Poljska	0,60%	4,30%	57,00%	Ne	-0,3%	4,19%	Ne
Rumunija	2,10%	2,3%	38,40%	Ne	0,90%	5,26%	Ne
Švedska	0,30%	1,10%	40,6%	Ne	0,60%	2,24%	Ne
Velika Britanija	2,20%	5,80%	90,60%	Ne	-4,7%	2,25%	Nepoznata

Izvor: Wikipedia.

Legenda:

- Ispunjeni kriterijumi
- Neispunjeni kriterijumi

Jedino pravila budžetskog deficita sve države moraju da se pridržavaju. Kazne predstavljaju razliku koja se javlja između država članica evrozone i država van evrozone. Ugovorom iz Mاستrihta nisu bile predviđene kazne za narušavanje kriterijuma, i taj nedostatak je uklonjen Paktom o stabilnosti i rastu. Za narušavanje ostalih kriterijuma nema kazne, osim opomene koju šalju Komisija ili ECB.

Kriterijumi konvergencije su proistekli iz tadašnje monetarne situacije u Nemačkoj, i bilo je neophodno da se kreira valuta koja će da bude stabilna kao nemačka marka. Skoro sve države su imale probleme da ispune kriterijume do predviđenog roka, što je dokaz da su kriterijumi postavljeni na visokom nivou. Upravo iz tog razloga je i predložena strategija Evropa u dve brzine, odnosno da prvobitno u EMU uđu države koje su spremne, a da se ostale države posle priključe. Važan aspekt Ugovora iz Mاستrihta je taj što je njime prvi put uvedena ideja da glavni pravac integracija može i da izostavi neke države. Inicijalno, namera je bila da se štiti cenovna stabilnost i da se ne upadne u zamku inflacije¹⁹. U prvoj fazi bi samo finansijski jače države ušle u EMU, a to su uglavnom bile države koje su se okupljale oko nemačke marke.

Kriterijumi konvergencije imaju višestruku svrhu. Generalno, ideja je bila da monetarnu uniju mogu da formiraju samo države koje su postigle zavidan nivo harmonizacije osnovnih makroekonomskih politika. Na taj način može da se utvrdi da će jedinstvena monetarna politika biti uspešna, a jedinstvena valuta stabilna i jaka.

Neke države su jedva uspele da ispune kriterijume, neke nisu a ipak su se našle u EMU, a neke koje su ispunjavale kriterijume u vreme stvaranja evra su počele da ih krše već u prvim godinama posle nastanka zajedničke valute. S obzirom na to da se kao prekršioći pojavljuju i države koje su ranije bile uzor finansijske discipline, očigledno je da konstrukcija za očuvanje stabilnosti evrozona nije dobra. Najveći nedostatak je nesprovođenje pravila koje se materijalizuje u odsustvu kazni za prekršioce.

Prilikom razmatranja da li kriterijumi konvergencije imaju smisla samo do ulaska države u EMU, različita je situacija kod monetarnih i fikslnih kriterijuma, pa treba da se posmatraju odvojeno:

- ispunjenje monetarnih kriterijuma je važno do ulaska u EMU

Nakon ulaska u EMU, države se uključuju u sistem jedinstvene monetarne politike, koja unutar evrozona vodi računa o kamatnim stopama i inflaciji. Samim tim, monetarna politika više nije u nadležnosti države članice, pa bi bilo besmisleno da se ispituje kako država članica EMU ispunjava monetarne kriterijume konvergencije. Međutim, na lokalne stope inflacije i kamatne stope utiču lokalni faktori, pa se zato ovi pokazatelji razlikuju između država članica evrozona.

- ispunjenje fiskalnih kriterijuma je važno i nakon ulaska u EMU

Nasuprot monetarnoj, fiskalna politika ostaje u nadležnosti država članica nakon ulaska u evrozonu, iako ona postaje za stepen limitirana jer deo nadležnosti preuzimaju zajedničke institucije EU. Prema tome, ukoliko bi došlo do velike ekspanzije fiskalnih mehanizama, to se ne bi negativno odrazilo na jedinstvenu monetarnu politiku. Međutim, potrebno je da se vrši kontrola fiskalnih kriterijuma, što je regulisano potpisivanjem Pakta o stabilnosti i rastu.

Problem funkcionisanja ekonomija manje razvijenih država se ne javlja u momentu njihovog pridruživanja državama koje su već u monetarnoj uniji, s obzirom da u tom momentu one moraju da ispune kriterijume konvergencije. Međutim, za takve države je krucijalno da tranzicioni proces ka monetarnoj uniji ne obezbedi samo nominalno zadate vrednosti ključnih ekonomskih parametara, a da nakon određenog protoka vremena postignuti kriterijumi ne uspeju da se održe. Prema tome, izuzetno je važno da se postigne realna ispunjenost kriterijuma konvergencije.

¹⁹ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 493.

1.3. PREDNOSTI I NEDOSTACI STVARANJA EVROPSKE MONETARNE UNIJE

Prednosti i nedostaci monetarne unije mogu da budu²⁰:

- 1) ekonomski
- 2) neekonomski

Sledi prikaz ekonomskih prednosti stvaranja EMU i koristi od evra za države članice.

Makroekonomska stabilnost

- Jedinствена valuta tera nacionalne vlade da sprovede razumnu fiskalnu politiku.
- Politička situacija neće imati uticaja na ECB.
- Ekonomija evrozone se posmatra kao celina kada je reč o makroekonomskim pitanjima, zato što snaga evra, veličina evrozone kao trgovinskog bloka, i koordinacija politike unutar evrozone, podrazumevaju da dešavanja u evrozoni imaju sve veći efekat preliivanja na svetsku ekonomiju.

Pad kamatnih stopa

- Dugoročna ekonomska i monetarna stabilnost znače i niže kamatne stope, zbog čega su manji troškovi finansiranja potrošnje ili investicija domaćinstava putem kredita, i povećavaju se mogućnosti za zapošljavanje i generalno kvalitet života.
- Tržišno determinisane kamatne stope ne uključuju premiju na rizik, što utiče na investitore da prihvate investicione projekte koji ne bi bili isplativi u visoko inflatornom okruženju.

Porast trgovine unutar evrozone

- Rouz efekat (*Rose effect*) (*Rose, A.K., (2001), »Currency Unions and Trade: the Effect is Large«, Economic Policy 16 (33): 449 461*) - trgovinski tokovi između država koje pripadaju monetarnoj uniji su u proseku 100% veći nego između država EU izvan EMU.
- Do efekta povećane trgovine dolazi zahvaljujući odsustvu rizika deviznih kurseva, sličnosti procedura, i padu transakcionih troškova.
- Povećanje trgovine stimuliše ekonomski rast.

Manji trošak održavanja valute

- Mnogo je manji trošak održavanja jedne valute od troška održavanja više različitih valuta.

Stimulisanje drugih vrsta integracije

- Postojanje evra stimuliše drugu vrstu integracija: finansijsku, institucionalnu, i političku, što vodi do veće konkurentnosti, i povećanog blagostanja.

²⁰ Prokopijević, M., (2007), *Evropska monetarna unija*, Građevinska knjiga, Beograd. Str. 145-155.

Eliminisanje rizika deviznog kursa

- Postojanje jedinstvene valute znači ukidanje potrebe za zamenom nacionalnih valuta, kao i ukidanje rizika promene deviznog kursa, čime se povećava transparentnost prilikom transakcija i eliminišu barijere u procesu finansiranja na finansijskom tržištu, kao i troškovi osiguranja (hedžing) rizika promene deviznog kursa; ukida se i mogućnost konkurentnih devalvacija nacionalnih valuta država članica.
- Koristi od eliminisanja neizvesnosti deviznog kursa izražavaju se preko povećanja izvesnosti budućih prihoda preduzeća i potrošača, stabilnosti i dobre predvidivosti kretanja cena, i preko uticaja na privredni rast.
- Uvođenje zajedničke valute smanjuje količinu rizičnih projekata, što utiče na smanjenje kamatnih stopa i eliminisanje pojave moralnog hazarda i nepovoljne selekcije, a samim tim istovremeno i na smanjenje istemskog rizika u EMU.

Snižavanje transakcionih troškova

- Jedinstvena valuta eliminiše troškove zamene jedne nacionalne valute za drugu, kako za stanovništvo, tako i u trgovini i investiranju.
- Turisti više ne moraju da menjaju novac kada god pređu granicu države i ne moraju da traže menjačnice ili banke koje su uzimale značajne provizije za tu uslugu.
- Ovo proizvodi ne samo direktne, već i indirektno koristi jer stimuliše ekonomsku integraciju u Evropi. (*De Grauwe, P., (2003), Economics of Monetary Union, Oxford University Press, Oxford. Str.: 137*)

Povećana transparentnost prilikom obavljanja transakcija

- Transparentnost cena povećava konkurenciju i specijalizaciju dobara i usluga koji učestvuju u robnoj razmeni.
- Izražavanje cena svih roba u istoj valuti omogućava potrošačima da lakše porede cene iste vrste proizvoda u evrozoni, pa razlike u cenama robe, usluga i zarada postaju jasnije.
- S obzirom na postojanje nesmetane mogućnosti kretanja potrošača, stvorene su mogućnosti kupovine, u državi članici monetarne unije, u kojoj su cene za istu vrstu proizvoda ili usluga najniže. Smanjenjem cenovne neizvesnosti, zajednička valuta poboljšava alokativnu efikasnost cenovnog mehanizma, što povećava blagostanje.
- Postoje i pogodnosti prilikom putovanja izvan evrozone, jer je evro kao internacionalna valuta prihvaćen u mnogim državama.

Povoljan uticaj na plate zaposlenih

- Zarade bi trebalo da postanu konkurentnije, jer će zaposleni shvatiti da im konkurenciju ne predstavljaju samo preduzeća u njihovoj državi, već i evropska preduzeća.

Veće socijalne beneficije

- Korisnici primaju veće socijalne beneficije iz viška nastalog sniženjem cena i umanjanim rizikom.

Smanjenje rizika za pojedine države i jeftinije finansiranje deficita javnog duga

- Razlika u ceni duga može da se izračuna ako se uporede kamatne stope na dug pre i posle uslaska u evrozonu.
- Međutim, usled pada cene duga postoji i rizik olakog zaduživanja država članica evrozone.

Racionalnija alokacija faktora proizvodnje

- Povoljniji uslovi za rad i kapital se brže i jeftinije otkrivaju, tako da će države koje stvaraju bolje poslovno okruženje biti u prednosti.
- Jedinstven kurs doprinosi povećanju obima trgovine između članica monetarne unije, a to znači i mogućnost povećanja dohotka i akumulacije, što dalje doprinosi stvaranju uslova za unapređenje proizvodnje u smislu uvođenja tehničkih inovacija koje će rezultirati u većoj produktivnosti, povećanju dohotka i ekonomskog rasta privrede u celini.

Dobit od senjoraže (emisiona dobit)

- Značajan deo deviznih rezervi države u svetu će držati u evru, pa male države imaju po prvi put dobit i izvan svojih granica, za razliku od većih država čije su valute imale široku primenu, a samim tim i veću dobit po ovom osnovu. (Tavlas, G.S., (2004), »Benefits and Costs of Entering the Eurozone«, *Cato Journal*, *Cato Institute*, 24 (1-2): 89-106. Str.: 96).
- Evro postaje značajnija valuta nego što su bile pojedinačne valute i time što će se češće koristiti u transakcijama.
- Uvođenje evra predstavlja udarac za dolar, funtu, jen i ostale valute, jer njihov uporedni značaj opada.

Strukturalna reforma

- Kvalifikacijom za evro, države su na silu morale da dovedu svoje ekonomije u red, time što su zadovoljile kriterijume konvergencije.
- Predviđene su kazne za države koje se previše zadužuju, a sve to je dovelo do održivog privrednog rasta.

Uvećan kredibilitet fiskalne politike

- Kredibilitet fiskalne politike je uvećan zato to je devalvacija nemoguća.

Širenje finansijskih tržišta

- Uvođenje evra je imalo izuzetno dobre efekte na razvoj finansijskih tržišta, pojavu novih tržišta, značajno povećanje likvidnosti i integraciju postojećih tržišta, kao i stvaranje mnogo većeg, efikasnijeg jedinstvenog finansijskog tržišta, koje donosi mnoge ekonomske koristi: omogućava pojedincima i preduzećima da investiraju u celoj evrozoni kako bi ostvarili najbolju kamatu na ušteđevinu; troškovi finansijskog posredovanja, kao što su bankarski troškovi, su niži, što podstiče veći protok kapitala; više kapitala je na raspolaganju zajmoprimcima po nižoj ceni, zato što postoji više izvora kapitala, što čini novac kojim se zadužuju jeftinijim i bolje prilagođenim potrebama zajmoprimaca; pošto je zaduživanje jeftinije to omogućava da više kapitala bude na raspolaganju za dalje kreditiranje, što podstiče građane i preduzeća da pozajmljuju više radi investiranja - što stvara veći ekonomski rast i veću zaposlenost, i donosi koristi celokupnoj ekonomiji EU. (http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/index_en.htm).

Stvaranje nove globalne valute rezervi

- Evro je atraktivan stranim vladama kao valuta rezervi zbog svoje snage i samopouzdanja koje podstiče, zato što mogu da podele rizike na svoje devizne rezerve držeći evro, kao i dolar i druge valute. To donosi koristi ekonomiji evrozone, zato što rasprostranjena držanja evra kao i velika tražnja za evrima podstiče druge države da određuju cene svog izvoza u evrima, čime se smanjuju troškovi država članica evrozone, zato što ne postoje troškovi deviznog kursa.

Evro kao međunarodna valuta

- Ekspanzija evra kao međunarodne valute doprineće rastu makroekonomske efikasnosti u EU, smanjivanjem transakcionih troškova i rizika deviznog kursa na deviznim tržištima u trgovini sa neevropskim državama.
- Evro je jaka međunarodna valuta, trenutno druga najvažnija svetska valuta posle američkog dolara.
- Evro olakšava i podstiče trgovinu sa ostatkom sveta.

Povećanje ekonomske stabilnosti evrozone i intenzivniji ekonomski rast

- Veličina i snaga evrozone je čine sposobnijom za apsorpciju eksternih šokova, bez uticaja na gubitak posla i manji stepen rasta.
- U EMU, države članice EU usko koordiniraju svojim ekonomskim politikama sa opštim ciljem održavanja ekonomske stabilnosti. Istovremeno, ECB sprovodi nezavisnu monetarnu politiku sa ciljem održavanja niske stope inflacije u evrozoni. Ekonomska stabilnost i niska inflacija stvaraju neophodne uslove za održiv dugoročni rast, koje donosi prednosti državama članicama evrozone i njihovim građanima.

Veća kohezija

- Ekonomska stabilnost doprinosi društvu, pre svega društvenoj koheziji i siromašnjima.
- Sa stabilnom inflacijom i kamatnim stopama, siromašniji su bolje zaštićeni od erozije njihovog bogatstva, njihove štednje i njihove kupovne moći.

Grafikon 6: Ekonomske prednosti stvaranja EMU i koristi od evra za države članice

Međutim, ispostavilo se da su prednosti stvaranja EMU i koristi od evra za države članice zapravo bile „mač sa dve oštrice“. Ono o čemu nije vođeno računa je da istu valutu poseduju ekonomije koje su strukturno različite i u različitoj meri produktivne i konkurentne na svetskom tržištu.

Sledi prikaz ekonomskih nedostataka stvaranja EMU i troškova (rizika) od evra za države članice.

Odsustvo fleksibilnosti jedinstvene valute za uslove u pojedinim državama, ukidanje monetarne samostalnosti i suverenosti

- Da bi evro nastao, morala je da se ukine monetarna suverenost valuta koje su se priključile evrozoni. Države koje se nalaze u različitim fazama privrednih ciklusa teško mogu da se prilagode istoj monetarnoj politici. Predavanje monetarnog suvereniteta eliminiše mogućnost upotrebe domaće monetarne politike na nacionalnom nivou da bi se stabilizovala nacionalna privreda. Jedinstvena monetarna politika je suviše nefleksibilna da bi mogla da odgovara privredama različitih država i regiona.
- Spoljašnja i unutrašnja ravnoteža teško mogu da se ostvare ako su vlade lišene instrumenata za to – finansijskih instrumenata kojima bi uticale na agregatnu tražnju ili deviznog kursa da utiču na trgovinski deficit/suficit.
- Centralizovana monetarna politika teško funkcioniše u uslovima decentralizovane fiskalne politike i decentralizovanog političkog sistema.

Neispunjavanje uslova Optimalne valutne zone

- EMU ne predstavlja optimalnu valutnu zonu.

Nepoštovanje kriterijuma konvergencije

- Ne samo da države koje su morale da smanjuju javni dug to čine sporo, nego se pojavljuju i novi prekršaji kriterijuma od strane drugih država u vidu prekoračenja granice inflacije i, što je još opasnije, prekoračenja granice deficita i javnog duga zajedno.
- Razlog za odsustvo kazni jeste politička snaga prekršilaca, koji često najveće i najuticajnije države ne kažnjavaju.
- Tekuće vlade EU koriste dodatna sredstva javnih finansija da bi povećale podršku birača, a teret tih operacija se prebacuje na zajedničku valutu, odnosno na teret svih država članica.

Odsustvo odgovornosti ECB

- Postoji i opasnost od nedostatka legitimnosti i napetost između nacionalnih vlada (kao predstavnika biračkog tela) i ECB.

Troškovi prelaska na evro

- Prelazak na evro je doveo do velikih troškova obuke i poremećaja na poslovima.
- Prihvatanje jedinstvene valute nameće velike troškove konverzije (kao i navikavanje na cene izražene u evrima).

Troškovi formiranja monetarne unije usled različite organizacije tržišta rada

- Postoje značajne institucionalne razlike na tržištu rada evropskih država. (De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 45).
- Zbog različito organizovanih institucija tržišta rada, efekat na domaće cene i nadnice može da bude veoma različit, čak i ako se države suoče sa istim poremećajima, pa te razlike mogu da izazovu značajne troškove za monetarnu uniju.

Troškovi monetarne unije zbog razlika u stopama privrednog rasta

- Stopa privrednog rasta je različita u pojedinim državama, i to će da predstavlja problem ukoliko te države odluče da formiraju monetarnu uniju. Monetarna unija može da bude skupa za države koje imaju ubrzani privredni rast u odnosu na druge.

Gubitak poslova

- Stvaranje jedinstvene valute eliminiše potrebu za brojnim deviznim transakcijama među državama, što dovodi do smanjenja potrebe za radnom snagom u menjačnicama, bankama i agencijama.

Troškovi slobodnog kretanja radne snage

- Najsposobniji radnici slabije razvijenih država iskorišćavaju ovu pogodnost prelaskom u razvijenija područja gde mogu potpuno da iskoriste svoje kapacitete i za to da budu adekvatno plaćeni izvan matične države. Iako za pojedinca ovo predstavlja korist, posmatrano sa gledišta države predstavlja negativan efekat u vidu osipanja radne snage.
- Studenti i naučnici koji budućnost ne vide u svojoj državi, nesmetano mogu da odu u neku od drugih država članica EU. Na taj način država ne gubi samo potencijalnu radnu snagu već i potencijalne inovacije i nove ideje koje je mogla da iskoristi u svom razvoju

Kontrolisana fiskalna politika i sputavajući efekti Pakta o stabilnosti i rastu

- Cilj je da se ograniče fiskalni deficiti koji su dozvoljeni nacionalnim vladama.

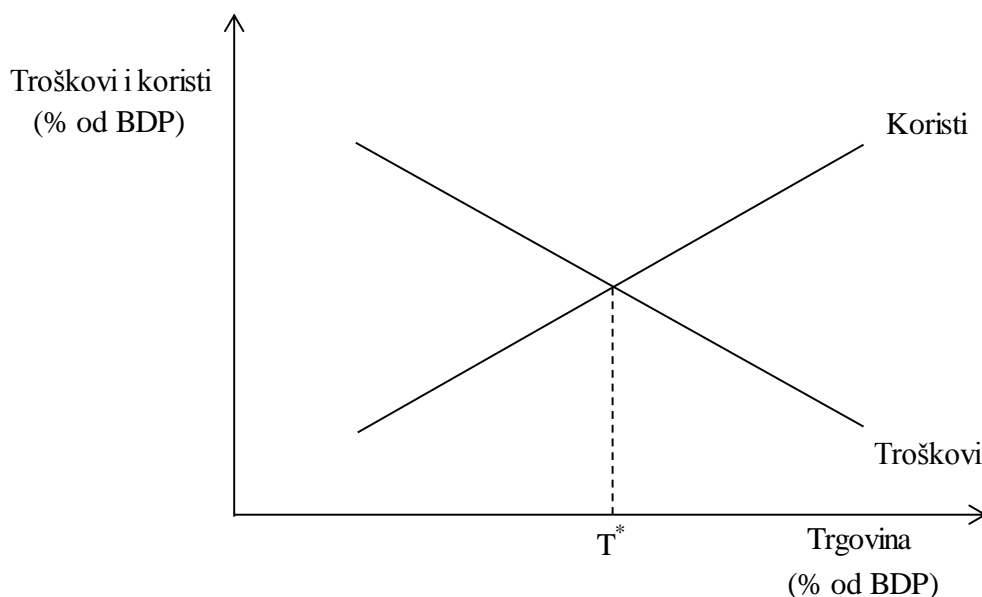
Trošak ulaska u EMU zbog razlika u fiskalnim sistemima i gubitka emisione dobiti

- Države, sa nedovoljno razvijenim fiskalnim sistemom, će biti onemogućene da koriste inflatorne izvore sredstava za pokriće budžetskog deficita.
- Prelazak na realne izvore finansiranja budžetskog deficita (poreze), za države u kojima je postojala mogućnost korišćenja jeftinijih izvora sredstava, pre ulaska u monetarnu uniju, ogleda se u mogućem rastu cena finalnih proizvoda usled rasta poreza koji se uključuju u troškove proizvodnje.
- Direktna posledica takvih kretanja je snižavanje realnih nadnica i pogoršavanje socijalnog položaja stanovništva.

Grafikon 7: Ekonomski nedostaci stvaranja EMU i troškovi (rizici) od evra za države članice

Sve u svemu, evro je u dosadašnjem periodu doneo više koristi nego štete. Sledi poredenje koristi i troškova od monetarne unije.

Na sledećem grafikonu tačka preseka linija koristi i troškova određuje kritični nivo otvorenosti zbog koje vredi da se država pridruži monetarnoj uniji sa svojim trgovačkim partnerima²¹. Levo od te tačke, državi je korisnije da zadrži svoju nacionalnu valutu. Desno od te tačke, državi je bolje da napusti svoju nacionalnu valutu i zameni je novcem svojih trgovačkih partnera.



Grafikon 8: Koristi i troškovi monetarne unije

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 140.

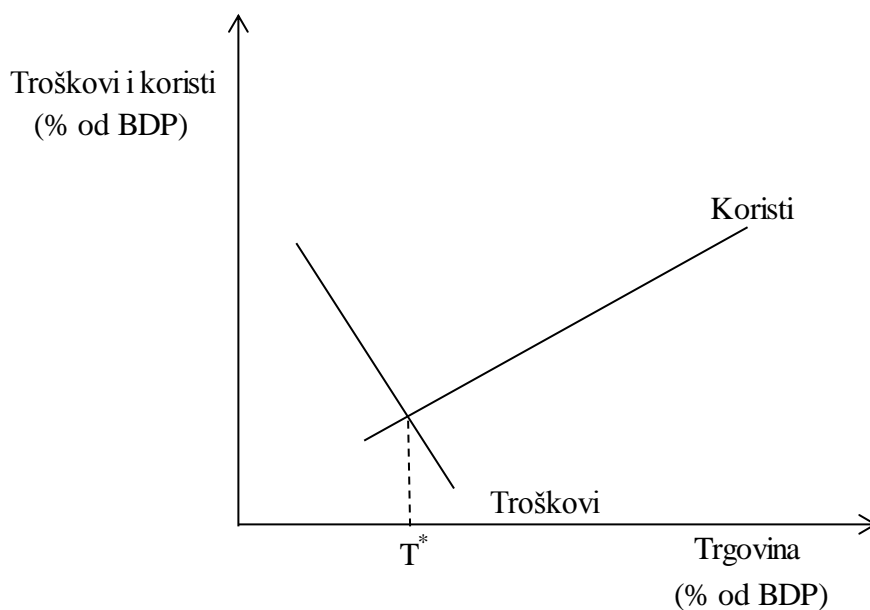
Navedeni grafikon omogućava da se istaknu neki kvalitativni zaključci koji se tiču značaja koristi i troškova. Oblik i pozicija rasporeda troškova zavisi umnogome od nečijeg stava o efikasnosti instrumenta deviznog kursa u korigovanju efekata različitih kretanja tražnje i troškova između uključenih država. Postoje dva pristupa²²:

1) monetaristički pristup

Monetaristi ističu tvrdnju da promene deviznog kursa nisu efikasan instrument za korigovanje različitih kretanja između država, odnosno politika deviznog kursa obično pogoršava stanje nacionalne ekonomije, čak i ako je efikasna. Na sledećem grafikonu je prikazano da je kriva troškova veoma blizu početnoj krivi, dok je kritična tačka koja formiranje unije čini korisnim blizu početku. Prema tome, sa ovog aspekta, mnoge države u svetu bi imale koristi od napuštanja svoje nacionalne valute i pridruživanja monetarnoj uniji.

²¹ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 138-140.

²² De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 139-140.



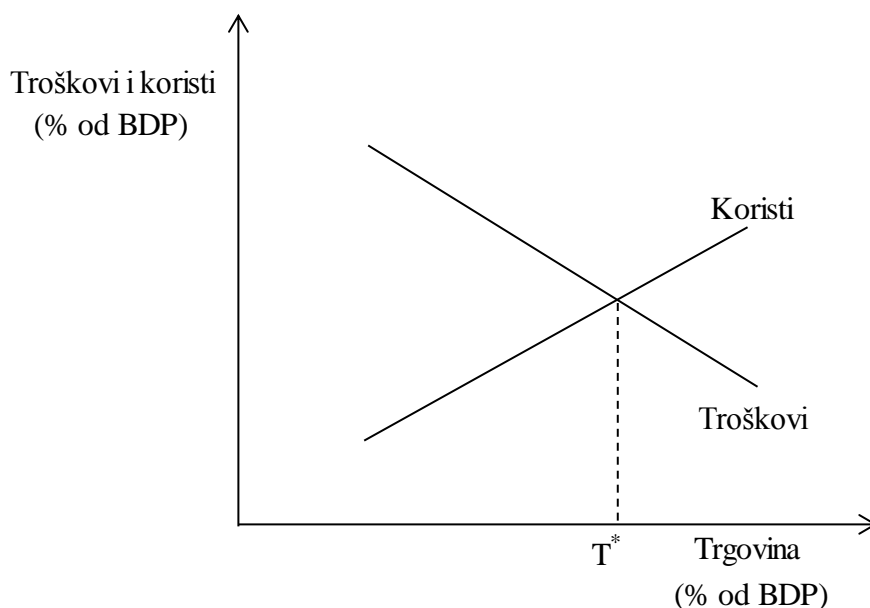
Grafikon 9: Koristi i troškovi monetarne unije - Monetaristički pristup

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 140.

Od ranih 1980-ih godina, monetaristički pristup je stekao pristalice i promenio pogled mnogih ekonomista oko poželjnosti monetarne unije, i popularnost monetarizma pomaže u objašnjavanju zašto je EMU kreirana.

2) kejnzijanski pristup

Kejnzijanci sugerišu da nije dobro da se izgubi mogućnost samostalnog vođenja politike deviznog kursa kao moćnog instrumenta za eliminisanje neravnoteža. Svoj stav baziraju na zaključku da ne postoji mogućnost jednostavnog menjanja nadnica i cena i da je radna snaga nedovoljno mobilna. To su inače osnovne pretpostavke da bi se u okviru monetarne unije eliminisali asimetrični šokovi tražnje. Po ovom pristupu, kriva troškova je daleko od početne, tako da bi samo nekoliko država imalo prednosti od udruživanja u monetarnu uniju. Za mnoge velike države koje imaju sopstvenu valutu ekonomski je isplativije da podele državu na različite monetarne zone.



Grafikon 10: Koristi i troškovi monetarne unije - Kejnzijski pristup

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 140.

Sledi prikaz neekonomskih prednosti i nedostataka monetarne unije.

Političke

- Nastanak monetarne unije predstavlja podsticaj daljoj integraciji, koja bi mogla ali ne mora da se završi političkom integracijom, koja ne bi bila moguća ako prethodno ne bi bila izvršena monetarna integracija.
- Za one koji političku integraciju smatraju poželjnom, monetarna unija može da predstavlja jedan od koraka koji prethodi političkoj uniji.
- Države članice monetarne unije zajedno imaju veći značaj od pojedinačnih država prilikom pregovora sa drugim stranama.
- Politički prioriteti se razlikuju od ekonomskih i ono što je za neku stranku ili vladu politički korisno može da bude vrlo štetno u ekonomskom smislu.

Psihološke

- Povećano samopoštovanje ili naglašen identitet, ako se jedinsvena valuta u više država pokaže kao dobra.
- Ako je valuta loša, inflatorna, onda nema dobitka ni u pogledu monetarnog suvereniteta niti identiteta.

Grafikon 11: Neekonomske prednosti i nedostaci monetarne unije

Izvor: Prokopijević, M., (2007), *Evropska monetarna unija*, Građevinska knjiga, Beograd. Str. 145-146.

2. SOCIOEKONOMSKE I POLITIČKE KONTROVERZE UVODENJA EVRA

2.1. MOTIVI EVROPSKIH INTEGRACIJA

Posleratni predlozi stvaranja jedinstvene evropske nadnacionalne organizacije su sadržali dve vrste motiva:

- političke motive

Zasnovani su na verovanju da stvaranje evropske nadnacionalne organizacije može da eliminiše opasnost od novih ratova između evropskih država. Bivši nemački kancelar Helmut Kohl je tvrdio da „ulazak u političku uniju povećava izgleda za mir obuzdavanjem potencijalno opasne Nemačke u okviru Evrope“²³. Oni koji su podržavali ideju evropskog ujedinjenja, a jedan od njih je bio i francuski državnik Žan Mone, verovali su da ako bi se evropske države odrekle svoje dominantne uloge u spoljnim poslovima, govorile bi jednim glasom, a modeli upravljanja bi bili kao kod SAD.

Ekonomski argumenti koji su navođeni su bili način da javnost prihvati ideju o političkoj uniji za koju još uvek nisu bili spremni jer je predstavljala potpuno drugačiji koncept. Međutim, za političke lidere EMU je predstavljala korak ka političkoj uniji. Pretpostavka je bila da, ako ljudi širom Evrope budu nosili evre u džepovima, osećaću se više kao Evropljani a manje kao na primer Španci ili Italijani. Čak je i izbor imena valute - evro, istakao tu svrhu.

Politički motivi su postojali na tri nivoa:

- 1) uspon SAD i Sovjetskog Saveza do statusa supersile je uticao na to da Evropljani postanu veoma svesni njihovog zajedničkog mesta u svetu

Glavni kanali globalne raspodele moći su postavljeni oko zapadnoevropskih država, umesto da budu između njih. Takođe, politički lideri su govorili o razvoju jakog evropskog entiteta kao protivteže SAD. Francuzi su posebno isticali ovaj argument. Helmut Šlesinger, dugogodišnji direktor nemačke Bundesbanke, napisao je 1994. godine sledeće: „krajnji cilj je politički a ekonomska unija predstavlja važno sredstvo da se postigne ovaj cilj. Od 1952. godine, od početka Evropske zajednice, krajnji cilj je bio i jeste da se postigne tip političke unije u Evropi, federacije država, udruženja država ili čak jači oblik zajednice. Politički cilj je predstavljao motiv za Nemačku od početka i nastaviće to da bude i u budućnosti“²⁴.

- 2) mnogi su smatrali da je nacionalizam osnovni uzrok oba svetska rata, i da je intergacija način da se smanji nacionalizam i tako izbegne budući rat
- 3) pre svega se smatralo da je nemački nacionalizam kriv za ratove, a evropski lideri su imali nameru da isključe mogućnost još jednog nemačkog preporoda.

Stvaranje evropskih institucija umesto nemačkih je bio jedan od načina da se to učini.

- ekonomske motive

Zasnovani su na ideji horizontalne tržišne integracije, koja bi obezbedila preduslove za veću proizvodnju, što bi rezultovalo većom konkurentnosti i boljim životnim standardom. Ideja je bila da ekonomska integracija proizvede veću ekonomsku

²³ Feldstein, M., (2009), »Reflections on Americans' Views of the Euro Ex Ante«, *National Bureau of Economic Research Working Paper 14696*, www.nber.org. Str.: 12.

²⁴ Feldstein, M., (2009), »Reflections on Americans' Views of the Euro Ex Ante«, *National Bureau of Economic Research Working Paper 14696*, www.nber.org. Str.: 10-11.

snagu evropskih država, da bude baza političke i vojne moći, a da sve to otkloni mogućnosti stvaranja potencijalnih konflikata i sukoba.

Ekonomske motivacije za integraciju su naglasile dve ideje. Postojala je fascinacija obimom i efikasnosti američke proizvodnje, i Evropljani su bili bolno svesni svoje relativno male i zastarele ekonomije. To je bilo u kombinaciji sa američko-inspirisanim entuzijazmom za slobodnu trgovinu i konkurenciju. Pored većih preduzeća i modernizovane industrije, evropskom ekonomskom rastu je bilo potrebno tržište veće od njegovih malih država. Te povezane ideje nisu bile samo apstrakcije, već su se posleratni Evropljani suočili sa moćnim konkurentskim pritiskom velikih američkih preduzeća, i smatrali su da treba da preduzmu nešto kako bi se izborili sa tim izazovom. Integracija kontinenta u zajedničko tržište je postala privlačno rešenje.

Međutim, nije bilo lako postići dogovor o tome šta integracija znači. Ipak, Evropljani su uspeali da se dogovore oko jednog, kako bi prebrodili svoje razlike - svi se na kraju složili da bi integracija trebalo da započne ekonomskom integracijom. Sa druge strane, oni koji su imali neke političke ambicije za Evropu, predvideli su da će politička saradnja da se razvije iz ekonomske saradnje.

U osnovi evropskih integracija uvek su bili politički faktori, od želje da se spreči još jedan evropski rat, do težnje da se podele blagodeti integracija sa novouspostavljenim demokratskim društvima u Centralnoj i Istočnoj Evropi. Međutim, iako su ciljevi uvek bili politički, sredstva su uvek bila ekonomska²⁵.

Evropske države su bile pod pritiskom dve destabilizujuće sile u Međunarodnom monetarnom sistemu (*International Monetary System - IMS*) - globalnih privatnih tokova kapitala i monetarne dominacije SAD. Ovakvo ograničavanje autonomije njihovih ekonomskih politika, podsticalo je formiranje jedinstvenog tržišta. Zato je zaštita od destabilizujućih posledica američke monetarne premoći, predstavljala važan motiv evropske monetarne integracije. Zajednička valuta je trebalo da stvori zonu monetarne stabilnosti koja bi pružala zaštitu evropskim državama od američke ekonomske politike i globalnih finansijskih poremećaja, kao i da povрати izgubljenu autonomiju domaće ekonomske politike.

Pjer Verner, tadašnji premijer Luksemburga, je održao govor u decembru 1997. godine, uoči stvaranja evra, detaljno opisujući psihološke, političke i futurističke razloge za zajedničku valutu – „trostruka logika: politička logika mira, logika ekonomske solidarnosti, i na kraju, futuristička logika“.

Uz vidljive koristi koje donosi, evro predstavlja i moćan simbol evropskog jedinstva i identiteta. Uvođenje evra je bilo više od ekonomske odluke - to je bila politička odluka za veću evropsku integraciju. Ugovor iz Mاستrihta je izrazio ovu političku dimenziju kroz formiranje EMU, kako bi se nastavio proces stvaranja što bliže unije među narodima Evrope. EMU je zahtevala dublju integraciju politika i samim tim bližu političku integraciju.

Iako su ekonomski razlozi za uvođenje evra bili glavni, diskutabilno je da li bi evro bio uveden sa su samo oni postojali²⁶. Način na koji je pokrenuta i sprovedena monetarna integracija ukazuje na to da se istovremeno vodilo računa o ekonomskim i političkim aspektima. Niz konkretnih odluka tokom nastanka i života evra imao je politički karakter: izbor država koje će da se priključe evrozoni i formiranje kriterijuma, nekažnjavanje prekršioca kriterijuma konvergencije, činjenica da uvođenje evrozone

²⁵ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 39.

²⁶ Prokopijević, M., (2007), *Evropska monetarna unija*, Građevinska knjiga, Beograd. Str. 189-190.

nije odloženo dok se dovoljan broj država nije kvalifikovao za nju, kao i privremeno neisključivanje određenih država iz evrozone dok ne reše probleme. Međutim, iako je namera bila da se uvođenjem zajedničke valute pokrenu političke integracije, a neki su čak smatrali da će to biti korak ka federalnim „Sjedinjenim Evropskim Državama“, do takvog razvoja stvari nije došlo. Većina država članica EU je prihvatila evro, ali ne i dalje političke integracije. Ekonomske integracije su se pokazale kao mnogo uspješnije i prihvatljivije za građane i države Evrope, pa su se u skladu sa tim znatno više razvile od političkih integracija. Upravo iz tog razloga postoji izreka za EU da je „ekonomski džin, a politički patuljak“.

Ekonomaska teorija se prema uvođenju evra odredila na osnovu teorije optimalne valutne zone²⁷. Iako to nije teorija jedinstvene valute, već samo teorija proste monetarne unije, njene odredbe, koje su kasnije modifikovane, dograđivane, pa i menjane, i danas su ostale jedini prisutan analitički okvir za ekonomsku analizu monetarne integracije u Evropi. Ekonomski uslovi optimalne valutne zone nisu od samog početka bili ispunjeni, pa su prvobitne pretpostavke bile da evro ne može da funkcioniše kao valuta EMU, i da je evro isključivo politički projekat sa neznatnim ekonomskim koristima. Kasnije teorijske rasprave koje su sa pravom upozoravale na mogućnost kolapsa evra se odnose na disparitet između jedinstvene monetarne i decentralizovane fiskalne politike.

Od samog osnivanja EEC, otpočele su diskusije o tome da li su u njenom razvoju prioritetni politički ili ekonomski motivi. Odnosno, da li je u prvom planu produbljivanje integracije između članica, ili otvaranje za nove države, odnosno ekonomska ekspanzija bez produbljivanja. Smenjivale su se faze produbljivanja sa fazama proširenja, odnosno koncepcije naglašene ekonomske integracije smenjivale su koncepcije političkog zbližavanja, a sve više su prisutna ponovna razmišljanja o političkom ujedinjenju.

I dok su šezdesetih godina, na samom početku formiranja integracije, njeni tvorci razmišljali o „Evropi sile“, odnosno, političkim motivima koji su dosta bili prisutni, osamdesete godine stavile su Evropu pred zadatke pokretanja nove evropske izgradnje, odnosno, realizaciju ekonomske zamisli o evropskoj integraciji sa naglaskom na jedinstvenom tržištu. Ovaj scenario je podrazumevao organizovano funkcionisanje mnogo razrađenije koordinacije i harmonizacije svih ekonomskih politika, sa naglaskom na politici stabilizacije i strukturnoj politici.

Jačanje moći celine definisanjem centralizovanih ekonomskih ovlašćenja podrazumeva monetarnu integraciju, ESCB, zajedničku valutu, zajedničku strategiju razvoja i istraživanja savremenih tehnologija, budžet EC, koji bi tako ojačan mogao da obezbedi široku i pravedniju raspodelu između država i regiona. Pomenuti scenario predviđa takođe pomoć infrastrukturi, ali i rastuću solidarnost u sprovođenju socijalne kohezije Evrope. Ovakav scenario izbalansirane tehnokonomske efikasnosti sa sociološkom ravnotežom, socijalnom i etičkom pravdom, dopunjen je Ugovorom iz Mاستrihta, zajedničkom spoljnom i bezbedonosnom politikom, odnosno, stvaranjem čvrstog jezgra političke unije.

Pre nego što je produbljivanje integracije u potpunosti realizovano, EC je proširena na sever, istok i jug. Upravo to ukazuje na činjenicu da su novoprimitljene članice radije spremne da vide realizaciju predviđenih ekonomskih promena i ekonomsku ekspanziju Evrope, nego „Evropu sile“ o kojoj su njeni tvorci u početku razmišljali. Četvrto proširenje na neutralne države to posebno potvrđuje. Pristupanjem

²⁷ Mundell, R., (1961), »A Theory of Optimum Currency Area«, *The American Economic Review* 51 (4): 657-665. Str.: 663-664.

država Centralne i Istočne Evrope, još više je utvrđeno odvajanje ekonomske Evrope od projekta političke unije, preteći da EC svede na veliku zonu slobodne trgovine. Evropa danas daje sliku jedne hibridne integracije. Iz tog razloga se često govori o „Evropi krugova“²⁸. Prvi krug bi predstavljao krug „tvrdog jezgra“ sa izvornim članicama. Istovremeno treba da predstavlja snagu za predlaganje, ali ne i nametanje rešenja, što podrazumeva njegovo pretvaranje u dinamičnu snagu koja je u službi Evrope. Prema tome, bio bi u službi monetarne unije, budžetske solidarnosti, zaštite evropskog društvenog modela, a možda i projekta „Evrope sile“.

Argumenti za prihvatanje ili odbacivanje ekonomske racionalnosti uvođenja evra, nasuprot političkoj, su evoluirali²⁹. Pre uvođenja evra razmatranje je bilo čisto teorijskog karaktera, sa ciljem dokazivanja ekonomske racionalnosti evra ili njegovog odbacivanja kao čisto političkog projekta, ali je decenijsko iskustvo funkcionisanja evra pružilo mogućnost da se jasnije sagleda njegova ekonomska priroda i značaj.

Formiranje EMU bilo je pokretač široke diskusije o njenoj funkcionalnosti, zato što istorija monetarnih unija pokazuje da se nisu pokazale kao ni uspešne niti dugovečne monetarne unije koje nisu bile praćene najpre fiskalnim, a u kasnijoj fazi i političkim ujedinjenjem³⁰.

2.2. FAZE EKONOMSKIH I POLITIČKIH REGIONALNIH INTEGRACIJA

Savremene regionalne integracije su funkcionalni oblici organizacije između različitih država, odnosno specifičan vid udruživanja različitih ekonomskih, političkih ili geografskih prostora. Puna regionalna integracija se odnosi na finalni cilj, zato što regionalna integracija može da se odvija i u ekonomskoj i u političkoj sferi, ali najveći oblik integracije uključuje i ekonomsku i političku integraciju. Regionalne integracije mogu da se podele na:

1) ekonomske integracije

Teorija ekonomske integracije se odnosi na politiku diskriminatornog smanjivanja ili uklanjanja trgovinskih barijera između država koje istovremeno ulaze u neku vrstu integracije. Suština ekonomskih integracija je unapređenje trgovine kroz paralelne procese ograničenja i liberalizacije. Pri tome se stepen ekonomske integracije kreće od najlabavijih aranžmana kao što su zone preferencijalne trgovine, preko zona slobodne trgovine, carinskih unija, zajedničkih tržišta, pa sve do ekonomskih unija³¹. Prelazak iz jedne faze u drugu zahteva odluke država članica da prenesu nove delove suvereniteta sa nacionalnog na nadnacionalni nivo.

²⁸ http://europa.eu/legislation_summaries/glossary/concentric_circles_en.htm.

²⁹ Vasiljević, B., Gobeljić, Z., (2011), »Politička ekonomija evra«, *Godišnjak Fakulteta političkih nauka*, godina V, broj 6: 159-175. Str.: 160.

³⁰ Bordo, M.D., Jonung, L., (1999), »The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?«, *National Bureau of Economic Research Working Paper 7365*, www.nber.org.

³¹ Balassa, B. (1961), *Towards a Theory of Economic Integration*, *Kyklos International Review for Social Sciences*, John Wiley & Sons Ltd. Str.: 1-5.

Preferencijalna trgovina (*Preferential Trade Agreement - PTA*)

- Najniži oblik integracije, odnosno trgovinskog sporazu ma između država.
- Glavna karakteristika je primena nižih carinskih stopa u trgovini između država članica sporazuma u odnosu na stope koje se primenjuju, po pravilu, pri uvozu iz ostalih država.
- Primer: Britanski Komonvelt koji je osnovan 1932. godine i koji je, pored Velike Britanije, uključivao i neke države sa teritorije bivše britanske imperije.

Zona slobodne trgovine (*Free Trade Agreement - FTA*)

- Oblik ekonomske integracije u sklopu kojeg države članice ukidaju sve trgovinske barijere (carine i druga ograničenja robnom prometu) u međusobnoj trgovini, zadržavajući svoje carinske stope, po pravilu na uvoz, prema trećim državama.
- Primer: EFTA osnovana 1959. godine.

Carinska unija (*Customs Union - CU*)

- Pored ukidanja carinskih tarifa između država članica, podrazumeva i usaglašavanje njihovih trgovinskih politika u pravcu uvođenja zajedničke carinske stope prema trećim državama (nečlanicama).
- Carinska unija je osnovana 1968. godine. Primer: EEC i EU.

Zajedničko tržište (*Common Market - CM*)

- Viši oblik integracije kojim se, pored ukidanja carina u međusobnoj trgovini i uvođenja zajedničke carinske politike, obezbeđuje i sloboda kretanja radne snage, robe, usluga i kapitala (kao proizvodnih faktora), kao i zajednička politika ekonomskih odnosa sa inostranstvom.
- Primer: EU je početkom 1993. godine, zahvaljujući potpunoj liberalizaciji kretanja kapitala i mehanizmima koordinacije ekonomske i monetarne politike država članica, iz stadijuma carinske unije evoluirala u zajedničko tržište.

Ekonomska unija (*Economic Union - EUN*)

- Najviši oblik ekonomskih integracija koji može da se pojavi u:
- **Nepotpunoj ili delimičnoj formi** - sporazum država kojim se, pored zajedničkog tržišta, prihvata harmonizacija fiskalne, monetarne, industrijske, regionalne i drugih oblasti ekonomske politike.
- **Potpunoj formi - Potpuna ekonomska unija** (*Complete Economic Integration - CEI*) - prihvatanje zajedničke monete i jedinstvene ekonomske politike, kao i nadnacionalnih institucija kao što su parlament i vlada sa nadnacionalnim ovlašćenjima. Smatra se osnovnim preduslovom za konstituisanje političke unije.
- Primer: zajednica država Beneluks formirana 1948. godine.

Grafikon 12: Faze evropskih ekonomskih integracija

Izvor: Mongelli, F. P., (2008), »European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory«, Economic Papers 302, www.ecb.europa.eu. Str.: 16.

Tabela 3: Oblici ekonomske integracije i njihove karakteristike

	Karakteristike	Zona slobodne trgovine	Carinska unija	Zajedničko tržište	Ekonomska unija	Potpuna ekonomska unija
Kompleksnost	Slobodna trgovina					
	Zajednička spoljna politika					
	Slobodna mobilnost faktora proizvodnje					
	Harmonizacija ekonomske politike					
	Unifikacija ekonomske politike					
	Oblici integracije					

2) političke integracije.

Faze političke integracije mogu da se prikažu na isti način kao proces ekonomske integracije, koje započinju međuvladinom saradnjom (intergovernmentalizam), a završavaju se potpunom političkom integracijom.

Ad hoc međuvladina politička saradnja (*Ad hoc Intergovernmental Political Cooperation*)

- Primer: Švajcarska koja posreduje između strana koje su u konfliktu.

Institucionalizovana međuvladina saradnja (*Institutionalized Intergovernmental Cooperation*)

- Primer: Organizacija za bezbednost i saradnju u Evropi (*Organization for Security and Co-Operation in Europe - OSCE*), koja predstavlja međuvladinu organizaciju koja postavlja standarde i pravila u oblastima bezbednosti, ljudskih prava i demokratije u Evropi.

Institucionalizovana međuvladina koordinacija (*Institutionalized Intergovernmental Coordination*)

- Koordinacija donosi sinhronizaciju aktivnosti među članicama, kao dodatak saradnji. Konfederacija predstavlja najviši stepen razvoja međuvladine faze.
- Primer: NATO, zato što u velikoj meri koordinira odbrambenim politikama država članica.

Parcijalna ili nadnacionalizovana integracija (*Partial or Supranationalized Integration*)

- Države prenose deo svog suvereniteta nadnacionalnoj organizaciji koja ima autonomiju i može da vodi politike nezavisno od vlada svojih država članica. Države članice formalno ostaju suverene.
- Primer: EU, u kojoj je veliki broj nadležnosti prenet na nadnacionalne institucije, i to ne samo u oblastima ekonomskih politika, nego i u oblastima koje se odnose na životnu sredinu, deo unutrašnje politike i pravosuđa, itd.

Potpuna politička integracija (*Full Political Integration*)

- Države članice predaju najveći deo prava vezanih za donošenje odluka, odnosno svog suvereniteta, nadnacionalnoj organizaciji, i prestaju da budu direktni subjekti međunarodnog javnog zakona.
- Primer: SAD.

Grafikon 13: Faze evropskih političkih integracija

Izvor: Dosenrode, S., (2010), »Federalism Theory and Neo-Functionalism: Elements for an Analytical Framework«, *Perspectives on Federalism* 2 (3), Centro Studi Sul Federalismo. Str.: 8-9.

Regionalna integracija predstavlja process transfera donošenja političkih ili ekonomskih odluka (suverenitet) na novu nadnacionalnu organizaciju, koji može da se odvija kroz sve navedene faze, ili da počne od bilo koje od njih.

Sledeća tabela predstavlja proširenu verziju procesa ekonomske integracije, sa primerima u svakoj fazi ekonomske integracije, koji odražavaju države koje su bile ili su trenutno u takvoj situaciji.

Tabela 4: Proširene faze ekonomskih integracija

Faza	Opis faze	Karakteristike faze	Primer
O	Regionalna autarkija	- Bilateralni sporazum	Japan pre ASEAN
A	Zona slobodne trgovine	- Carine i kvote interno uklonjene - Nacionalne tarife zadržane ka trećim državama	NAFTA, EFTA
B	Carinska unija	- Carine i kvote interno uklonjene - Zajednička eksterna carina	Mercosur
C	Zajedničko tržište	- Sloboda kretanja faktora proizvodnje, roba i usluga	EU (pre EMU)
D	Ekonomska unija	- Harmonizacija ili koordinacija nekih nacionalnih politika - Prenos nekih politika na nadnacionalni nivo	Politika konkurencije u EU
E	Monetarna unija	- Jedinствена valuta - Jedna centralna banka	EMU i ECB u EU
F	Fiskalna unija	- Harmonizacija poreza - Fiskalni suverenitet	
G	Politička unija	- Političke i demokratske institucije na nadnacionalnom nivou	

Izvor: Crowley, P., (2006), »Is there a Logical Integration Sequence After EMU«, *Journal of Economic Integration* 21 (1): 1-20. Str.: 3.

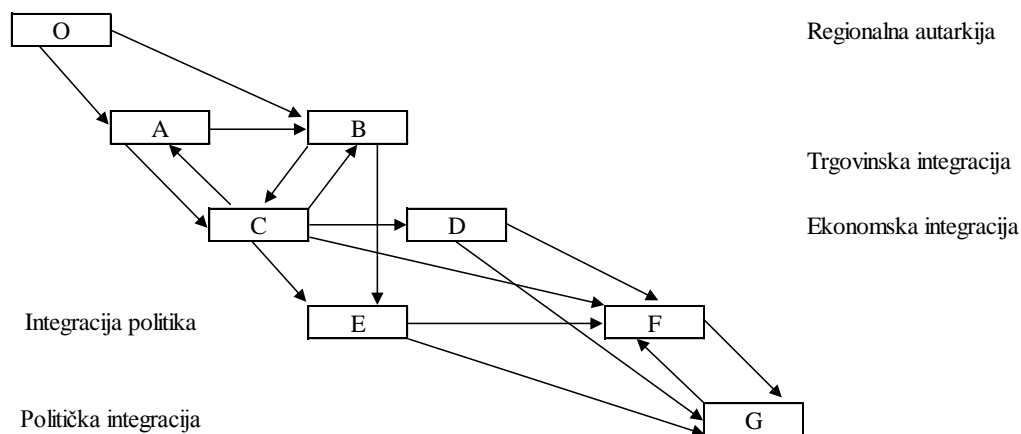
Navedeno pokazuje da su Balasine faze regionalne integracije samo jedan redosled različitih aspekata koji su komponente regionalne ekonomske integracije³². Iako analiza potrebnih preduslova za svaku komponentu faza pokazuje kako ranije faze obično nisu preduslov u teoriji, ne ilustruje kako efekti preliivanja (*spillover effects*) mogu da poguraju bilo koje vidove regionalne integracije ka dubljim nivoima integracije. Za politikologe, efekti preliivanja se odnose na situacije u kojima politika podstiče političke inicijative u drugim oblastima. Za ekonomiste, efekti preliivanja se odnose na situacije u kojima javne politike u jednoj nadležnosti moraju da imaju efekte koji značajno utiču na druge. Primer politikološkog efekta preliivanja je potreba za većom koordinacijom fiskalne politike nakon uspostavljanja EMU, kao što je obuhvaćeno Paktom o stabilnosti i rastu. Primer ekonomskog efekta preliivanja može da bude povećana kupovina u Francuskoj od strane građana Velike Britanije zbog nižih akciza na određenu robu, s obzirom na postojanje jedinstvenog tržišta. Naravno, neki efekti preliivanja su ujedno i političke i ekonomske prirode, i primer takvog slučaja je uspostavljanje politike konkurencije EU, zbog postojanja jedinstvenog tržišta. Uprkos konfuziji koja potiče od odvojenog razvoja konceptualnih uslova u dve discipline, obe definicije ukazuju na to da jedan nivo integracije može da vodi ka drugom.

Na sledećem grafikonu, svaki kvadrat predstavlja fazu ekonomske integracije, a

³² Crowley, P., (2006), »Is there a Logical Integration Sequence After EMU«, *Journal of Economic Integration* 21 (1): 1-20. Str.:3-6.

strelice između kvadrata predstavljaju ili preduslove ili dinamiku prelivanja. Ako strelice na grafikonu pokazuju na neku raniju fazu intergacije to podrazumeva uslovljenost na tom prethodnom nivou integracije, a ako strelica pokazuje na neku kasniju fazu intergacije, onda efekti prelivanja imaju tendenciju da poguraju projekat regionalne integracije ka toj kasnijoj fazi. Ukoliko postoje strelice koje pokazuju na obe strane između dva kvadrata onda je prethodna faza preduslov za kasniju, i kroz prelivanja prethodna nastoji da unapredi kasniju. U kontekstu mrežnog mapiranja, taj odnos može da se nazove uzajamna međuzavisnost.

Jedan od najvažnijih aspekata mrežnog mapiranja je činjenica da samo u ranoj fazi i kasnijim fazama integracije postoji uzajamna međuzavisnost (dvosmerno mapiranje). Te faze su: trgovinska integracija, zajedničko tržište, fiskalna i politička unija. Analiza prikazuje da, ukoliko se ostvare druge faze integracije, onda je to zbog efekata prelivanja, a ako ne, onda je to verovatno zbog političke odluke za pomeranje u određenu fazu integracije. Još jedna interesantna karakteristika mrežnog mapiranja je to što ne deluje da su monetarna i ekonomska integracija usko povezane, a i pored toga EU je odlučila ih zajedno poveže u EMU.



Grafikon 14: Mrežno mapiranje povezanosti između integracionih faza

Izvor: Crowley, P., (2006), »Is there a Logical Integration Sequence After EMU«, *Journal of Economic Integration* 21 (1): 1-20. Str.:8.

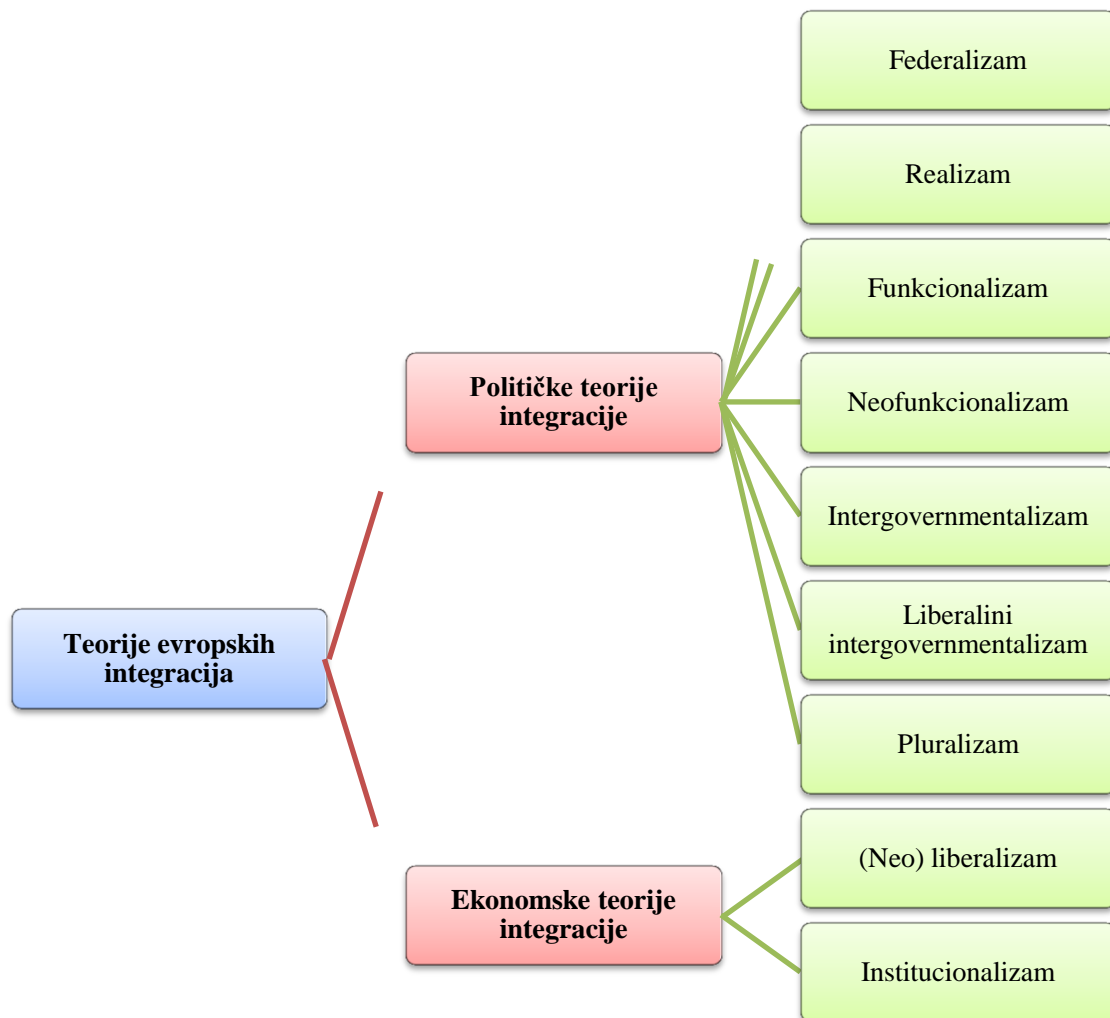
Legenda:

- O = Regionalna autarkija (*Regional Autarky*)
- A = Zona slobodne trgovine (*Free Trade Agreement*)
- B = Carinska unija (*Customs Union*)
- C = Zajedničko tržište (*Common Market*)
- D = Ekonomska unija (*Economic Union*)
- E = Monetarna unija (*Monetary Union*)
- F = Fiskalna unija (*Fiscal Union*)
- G = Politička unija (*Political Union*)

2.3. TEORIJE EVROPSKIH REGIONALNIH INTEGRACIJA

Funkcionisanje regionalnih integracija je vremenom doprinelo stvaranju mnogih teorija, koje se razlikuju prema dostignutom nivou političkih, demokratskih ili ekonomskih odnosa. Mere regionalnih integracija imaju kao glavni cilj eliminaciju prepreka za integracije. Takođe, kada su integracioni procesi u završnim fazama primjenjuju se i mere harmonizacije.

Evropska politička ekonomija je jako kompleksna i kontroverzna³³. Decenijama, naučnici i komentatori su naglašavali različite svrhe, strategije i interakcije između nekoliko aktera uključenih u proces evropskih integracija, od nacionalnih vlada i glasača do nadnacionalnih tehnokrata i domaćih interesnih grupa. Integracioni princip je predstavljao temelj kojim je Evropa započela ujedinjenje, a integracija je dinamična i u političkom smislu moguća, tek nakon što je ostvaren određeni stepen društvene integracije.



Grafikon 15: Teorije evropskih integracija

³³ Spolaore, E., (2015), »The Political Economy of European Integration«, CESifo Working Paper Series 5247, www.cesifo.org/wp. Str.:5-6.

Teorijska raznovrsnost kao i različitost, ogleda se u podeli na dve vrste teorija integracije, koje se međusobno upotpunjuju³⁴:

1) političke teorije integracije

One pokušavaju da definišu ključna pitanja procesa integracija. Za zastupnike ovih teorijskih stajališta najvažnija je uloga države i naddržavnih institucija u pogledu razvoja i funkcionisanja integracija. Političke teorije integracije se dele na sledeće pravce:

- federalizam

Zastupnici federalističkih koncepcija smatraju da se zajednice stvaraju izgradnjom formalnih zajedničkih nadnacionalnih institucija, i objašnjavaju integraciju u smislu zajedničkih institucija koje omogućavaju članovima osećaj zajedništva. Prema zastupnicima ovih teorija, integracija je komplementarna savremenim državama, a nastaje povezivanjem država/nacija na osnovu njihovih zajedničkih kulturnih, etničkih ili drugih karakteristika (na primer, Švajcarska, Kanada, SAD).

Ideja o novoj suverenoj federaciji širom Evrope je prisutna odavno³⁵. Cilj evropske integracije je bio da se stvori sistem u kojem nacionalne države ne bi više pratile jednostrane i destruktivne politike. Strahujući od povratka nacionalizma i mogućih novih sukoba, federalizam se zalagao za federalnu Evropu sa ciljem ostvarenja potpune političke, ekonomske, društvene i kulturne federacije. Pod uticajem ovog idejnog pravca osnovan je Evropski savez federalista (1946. godine), a nešto kasnije i Savet Evrope (1949. godine). Vinston Čerčil, tadašnji britanski premijer, 1946. godine zalagao se za stvaranje „Sjedinjenih Evropskih Država“. Po definiciji, federacija bi eliminisala nacionalne granice i međunarodni konflikt (ali ne i građanski konflikt) među Evropljanima. Međutim, „Sjedinjene Evropske Države“ nisu zapravo formirane. Delimična integracija u usko definisanim oblastima, kao što su uglavnom čelik, je bila izvodljiva, dok je ambicioznija integracija u širim oblastima kao što su odbrana i politike koordinacije naišla na preveliko političko protivljenje. Pristalice „Sjedinjenih Evropskih Država“ su od tada razmatrale osnovne razloge za neuspeh formiranja federacije. Dva sporna pitanja su od ključnog značaja za razumevanje početka procesa integracije, njenih neuspeha, i dalje pitanje evropskih integracija:

- opšti problem u političkoj ekonomiji - razlika između koristi i troškova, kada su heterogene grupe politički integrisane pod zajedničkim rukovodstvom

Formiranje Evropske federacije sa heterogenim stanovništvom, koje deli različite društvene i ekonomske strukture, jezike, kulture i identitete, bi donelo nekoliko prednosti, ali i velike troškove. Razlika između tih koristi i troškova je ključna za političku izvodljivost i stabilnost institucionalne integracije među tim stanovništvom. Potencijalne koristi od potpunog političkog ujedinjenja uključuju ekonomije obima u pružanju saveznih javnih dobara, kao što su odbrana i bezbednost, kao i sposobnost da internalizuju pozitivne i negativne eksternalije na velikoj površini. Evropska federacija sa sopstvenim budžetom i politikama preraspodele bi takođe mogla da omogućiti osiguranje od asimetričnih šokova koji utiču samo na neke od njenih regiona, bilo da su prirodni kao zemljotres ili veštački kao pucanje mehura na tržištu nekretnina. Ove prednosti fiskalnog federalizma se često naglašavaju prilikom poređenja Evrope sa

³⁴ Perica, J., (2006), »Politički aspekti proširenja Evropske unije«, *Pravnik* 40 (83): 163-185. Str.: 165-166.

³⁵ Spolaore, E. (2013), »What is European Integration Really About? A Political Guide for Economists«, *Journal of Economic Perspectives*, 27(3): 125-144. Str.: 126-131.

SAD, a trenutno su na čelu debate o evropskoj krizi suverenog duga. Međutim, političko ujedinjenje je praćeno značajnim troškovima kada razne grupe govore različitim jezicima, dele različite kulturne norme i identitete, i imaju različite preference za javnim politikama i institucijama koje ne mogu da budu decentralizovane na podfederalnom nivou. Nadanje da će politička integracija savremenih demokratskih naroda da dovede do kulturne integracije predstavlja jedan vid kockanja. Istorijski gledano, stvaranje nacija i pokušaji da se homogenizuje stanovništvo su realizovani od strane vladara nedemokratskih društava koji su imali interes da smanje troškove heterogenosti kako bi povećali svoje rente ili ostvarili svoje preference. Realne pristalice evropskih integracija shvataju da će približavanje političkih preferencija kroz smanjenje jezičkih i kulturnih barijera, ako uopšte i dođe do toga, biti spor i postepen proces, koji treba da se odvija prirodno i sporazumno.

Prema tome, heterogenost je za Evropljane predstavljala ujedno i izvor koristi i troškova. Kada ljudi imaju različite prioritete i odlike, društva mogu da ostvare ekonomske i kulturne koristi kroz specijalizaciju, učenje i razmenu roba i usluga, kao i ideje i inovacije. Međutim, koristi od heterogenosti se uglavnom odnose na interakcije vezane za konkurentna dobra, a ne javna dobra, koja nisu konkurentna. Slične preference vezane za ista konkurentna dobra mogu da prouzrokuju sukobe i ratove kod usko povezanih grupa, dok različite preference vezane za konkurentna dobra mogu da olakšaju mirnu razmenu i bolju alokaciju resursa. Nasuprot tome, različite preference vezane za javna dobra, kao što su vlada, zakoni i javne politike federacije, biće mnogo teže da se usklade, zato što jedna vrsta mora da se primeni na sve u okviru federacije, bez obzira na to da li svima odgovara. Kao rezultat toga, heterogenost preferencija uglavnom donosi koristi kada ljudi treba da imaju interakcije vezane za konkurentna dobra, ali donosi troškove kada treba da dele nekonkurentna dobra. Ovo je važan razlog zašto je evropski projekat bio mnogo uspešniji kada je reč o podsticanju ekonomske razmene i zajedničkog tržišta, dok je zastao u pokušaju da se objedine federalna javna dobra, kao što su odbrana i bezbednost.

- specifična uloga Nemačke, države koja je imala centralnu ulogu u Prvom i Drugom svetskom ratu.

Popularno mišljenje je da je odustajanje od sopstvene valute cena koju je Nemačka morala da plati kako bi prevazišla protivljenje Francuske ponovnom ujedinjenju Nemačke. Nije potpuno slučajno što se implementacija evra desila tokom i odmah nakon ponovnog ujedinjenja Nemačke i otvaranja političkih i ekonomskih odnosa između Zapadne i Istočne Evrope. Helmut Kohl je smatrao da je „evro veliki korak u širem procesu evropskih integracija, koji je neophodan da uveri nemačke susede o tome da je uvećana država posvećena miru, sigurnosti i ekonomskoj saradnji“. Povećanje Nemačke potencijalne moći takođe može da utiče na granice buduće evrozone, čineći je mnogo većom nego što je predviđeno kriterijumima efikasnosti, kao što je teorija optimalne valutne zone. Postoji mišljenje da su se Francuska i druge države borile za uključivanje mnogih država na periferiji, kao što su države južnog Mediterana, da bi izjednačile Nemačku veću veličinu i uticaj u okviru monetarne unije.

- realizam

Predstavlja manje entuzijastičan koncept koji zagovara značaj države na međunarodnoj sceni, odnosno državu i njene instrumente (kooperacije i konflikta) kao najznačajnije aktere u konkurentnom i opasnom globalnom okruženju. Prema ovoj viziji današnja Unija bi predstavljala savez suverenih država koje su zadržale ovlašćenja nad svojim politikama i aktivnostima, uz mogućnost da ih delegiraju i na viši nivo - nivo

EU. Međutim, ovaj pravac nije objasnio motive intenzivirane posleratne saradnje među evropskim državama.

- funkcionalizam

Po samom svom nazivu se zasniva na funkciji, odnosno povezanosti određenih elemenata na osnovi funkcionalne veze među njima. Prema tome, zasniva se na postepenom uklanjanju razlika između država izgradnjom funkcionalno specifičnih organizacija. Dok su realisti bili usredsređeni na nacionalne interese, sukobe i odnose između vlada, funkcionalisti su radije usmereni na spontano i postepeno širenje ekspertske saradnje u mnogobrojnim oblastima unutar EU. Funkcionalisti smatraju da evropska integracija nije vođena od strane nacionalnih vlada i njihovih birača, već da su se za nju izborile uglavnom elita i interesne grupe koje prevazilaze nacionalne granice. Ovaj teorijski pravac su svojevremeno podržavali Žan Mone i Robert Šuman koji se, verujući da će integracija u jednoj specifičnoj oblasti da podstakne integracione procese i u drugim oblastima, sa pravom smatraju tvorcima evropske ideje. Funkcionalisti smatraju da prenošenje samo nekih funkcija politike na nadnacionalni nivo, a istovremeno ostavljanje drugih funkcija na nacionalnom nivou, stvara pritisak za većom integracijom kroz pozitivne i negativne mehanizme. Pozitivan mehanizam bi funkcionisao kroz učenje - kad političari i interesne grupe budu posmatrali prednosti integrisanja nekoliko funkcija, požeće više. Drugi mehanizam funkcionise tako što menja preference ljudi - tokom saradnje grupa na specifičnim funkcijama, prepreke vezane za komunikaciju i interakciju će se smanjiti, što će da dovede do endogenog približavanja vrednosti i normi i tražnje za većom integracijom. Funkcionalistički stav je da izgradnja delimičnih i nepotpunih institucija nije nedostatak, već prirodna karakteristika dinamičkog procesa, dok kriza i problemi u vezi sa prethodnom integracijom mogu da se reše kroz dalju integraciju. Prema tome, funkcionalisti veruju da se evropska integracija odnosi na ekonomsku integraciju koja predstavlja put ka političkoj integraciji.

Put ka evru može da se objasni na način koji izričito podseća na metaforu lančane reakcije, odnosno da put ka jedinstvenoj valuti izgleda kao lančana reakcija u kojoj je svaki korak rešio unapred postojeću kontradikciju i generisao novu koja zauzvrat zahteva još jedan korak napred³⁶. Takođe, u skladu sa funkcionalističkom teorijom, svaki korak u toj lančanoj reakciji se smatra nepovratnim. Iz perspektive Moneove metode, ekonomska i monetarna unija bez političke unije bi trebalo da stvori pritisak za još veću integraciju. Evrozona nije imala mnoge institucije koje su istorijski povezane sa uspešnom monetarnom unijom: na primer, centralnu banku koja bi mogla zaista da obavlja funkciju market mejkera i zajmodavca u krajnjoj instanci, bankarsku uniju, i fiskalnu uniju. Ali ova nepotpunost može da se racionalizuje kao prirodna i nezaobilazna odlika delimične integracije u funkcionalizmu. Iako sadašnja politička ograničenja sprečavaju neposrednu primenu sveobuhvatnog dizajna, pokretanje nepotpune monetarne unije bi postavilo korake za dalju integraciju u dogledno vreme, kao što to predviđa funkcionalistička teorija. Na primer, ljudi bi vremenom postali svesni velikih koristi koje donosi ekonomska i monetarna unija i tražili veću integraciju u drugim oblastima. Takođe, pristalice evra su prihvatile dva argumenta koja odražavaju dugogodišnji funkcionalistički stav da se preference i ponašanje endogeno približavaju nakon integracije. Kao prvo, regioni će postati ekonomski homogeniji nakon što počnu da koriste zajedničku valutu. Kao drugo, ekonomska i monetarna unija je trebalo da

³⁶ Padoa-Schioppa, T., (2004), *The Euro and Its Central Bank: Getting United After the Union*, Cambridge, MA: MIT Press. Str.: 14.

obezbedi disciplinu vladama, uključujući i one koje su vodile pogrešne politike. Kao rezultat toga, sve države članice bi na kraju bile usmerene ka zajedničkim vrednostima i politikama sa akcentom na makroekonomskoj stabilnosti. Nadnacionalne institucije bi mogle da primene neophodne sankcije u slučaju da nacionalne vlade odstupe od dogovorenih pravila vezanih za stabilnost. Pravila vezana za pomoć ne bi bila sprovedena. Ako, uprkos ovim pozitivnim efektima i predostrožnostima, nastanu buduće krize, one se mogu rešiti većom institucionalnom integracijom.

Glavni problem metode lančane reakcije je neopravdano očekivanje da postepena integracija, koja je bila uspešna u oblastima sa niskim troškovima heterogenosti, može da se nastavi istim intezitetom kada se kreće ka područjima sa mnogo većim troškovima heterogenosti³⁷. Izvor ovog problema je nedostatak realne procene. Uspešna integracija će se verovatno odvijati u oblastima kao što su komercijalne integracije, gde su troškovi heterogenosti relativno niski, a delimično izjednačeni koristima od raznolikosti. Kako integracija bude prelazila u druge oblasti, troškovi heterogenosti će nastaviti da rastu dužinom konveksne krive. U jednom trenutku, ti visoki troškovi postaju politički previsoki, a pritisak od preliivanja, neefikasnosti i kriza neće voditi daljoj integraciji, već gubicima, a možda čak i kolapsu celog sistema. Pristup lančane reakcije ne predviđa da će troškovi heterogenosti i ograničenja na kraju postati obavezujući i zaustaviti proces zauvek. Sledbenici ovog pristupa su zbog toga skloni uspostavljanju nepotpunih i neefikasnih dogovora, oslanjajući se na preoptimistično očekivanje da takve neefikasnosti uvek mogu da se reše u nekoj kasnijoj fazi kroz dodatnu integraciju. Iz tih razloga, ne postoji garancija da će regionalna saradnja u ekonomskim oblastima, kao što je zajedničko tržište, dovesti do političkog ujedinjenja kasnije. Prema tome, visoki troškovi heterogenosti su sprečili Evropljane da do sada formiraju potpunu političku uniju.

Prvi predsednik ECB, Wim Duisenberg, je rekao: „EMU je, i oduvek je i trebalo da bude, odskočna daska na putu ka ujedinjenoj Evropi^{38c}“. Poznat je citat Helmut Kohla iz 1991. godine: „Apсурно je očekivati na duge staze da može da se održi ekonomska i monetarna unija bez političke unije³⁹“. U skladu sa Moneovom lančanom reakcijom, Kohlova izjava nije bila zamišljena kao pesimistička ocena dugoročne održivosti EMU, već kao optimističko predviđanje da bi, na kraju, politička unija morala da prati ekonomsku i monetarnu uniju.

Evro je proizvod funkcionalističke metode. Metoda delimične integracije je obezbedila institucionalni okvir i osnovni princip za monetarnu integraciju. Bez Moneove ideje o delegiranju određenih funkcija politike i povlastica na nadnacionalne institucije, evro ne bi postojao. Naravno, to ne znači da je evro stvoren isključivo zbog funkcionalističkih razloga i ciljeva, niti da su odluke donosili samo nadnacionalni državni službenici i elita. Evro ne bi postojao bez akcije moćnih nacionalnih političara koji su sledili svoje geopolitičke i domaće ciljeve ili bez podrške moćnih ekonomskih interesa (kao što su oni koji se odnose na nemačke izvoznike). Međutim, takva valuta je bila moguća samo, politički, tehnički, i intelektualno, u izuzetnom institucionalnom okviru koji je obezbedila evropska integracija.

Stvaranjem evra, lančana reakcija je prešla granicu između čiste ekonomske

³⁷ Spolaore, E. (2013), »What is European Integration Really About? A Political Guide for Economists«, *Journal of Economic Perspectives*, 27(3): 125-144. Str.: 138-139.

³⁸ Van Overtveldt, J. (2011), *The End of the Euro*, Chicago: Agate Publishing. Str.: 63.

³⁹ Marsh, D., (2011), *The Euro: The Battle for the New Global Currency*, New Haven: Yale University Press. Str.: 301.

integracije, koja se može postići putem međunarodne saradnje u obliku liberalizacije trgovine i tokova kapitala, i oblika monetarne integracije koja je istorijski samo postignuta od strane suverene države koja je koristila svoju moć prisile da uspostavi jednu valutu u okviru svojih granica.

Izuzetna priroda evra ne znači da je evropska monetarna unija neodrživa na duži rok ili samo održiva ukoliko Evropa postane suverena federacija. Budućnost evra zavisi od ključne političke promenljive: troškova heterogenosti vezanih za minimalnu grupu funkcija koje moraju biti objedinjene ili delegirane kako bi valutna unija funkcionisala.

Udruživanje i delegiranje funkcija i politika na nadnacionalne institucije da bi iskoristili ekonomije obima uz održavanje drugih povlastica na nacionalnom (ili podnacionalnom) nivou, donelo je značajne koristi Evropljanima, kada se na odgovarajući način sprovode u oblastima sa relativno niskim troškovima heterogenosti. Verovatno je pametna odluka Evropljana što nisu u potpunosti formirali suverenu federaciju, s obzirom na postojeće razlike u preferencama i kulturama. Ako se te preference promene, Evropa može imati koristi od reorganizacije u federalnom pravcu, ali naravno to treba da se odluči samo kroz širok i demokratski izražen konsenzus.

Po funkcionalističkoj školi mišljenja destruktivnost nacionalističkog rata i međuzavisnost moderne ekonomije su vršili pritisak na Evropljane da integrišu svoje nacionalne političke sisteme.⁴⁰ Po mišljenju Monea, promena bi došla kao rezultat ovih tehničkih procesa neophodnog prilagođavanja svetu koji evoluirao - „ljudi prihvataju promenu samo kada je to neophodno, i samo priznaju neophodnost kada dođe do krize“⁴¹.

Funkcionalizam je bio dominantna teorija evropskih integracija u pedesetim i šezdesetim godinama, i ponovo se vratio u modu sa obnovom evropskih integracija u osamdesetim i devedesetim godinama XX veka, kada je Žak Delor bio predsednik Evropske komisije. Dizajn i razlog za uvođenje Evropske ekonomske i monetarne unije, je bio pod velikim uticajem funkcionalističke teorije evropske integracije. Funkcionalizam nastavlja da bude veoma uticajan ne samo akademski, već i među evropskim političarima.

- neofunkcionalizam

Fokus je na stvaranju zajedničkih institucija sa stvarnom vlašću, potpunoj ekonomskoj saradnji, po principu korak po korak. Neofunkcionalisti cilj integracije vide u zajedničkom interesu, koji je osnova zajedničke, obostrane saradnje. Funkcionalisti i neofunkcionalisti podržavaju ekonomske i socijalne interese (ne političke) koji podstiču države na međusobnu saradnju i povezivanje.

Potrebno je da budu ispunjeni izvesni preduslovi, pre svega slabljenje nacionalizma, jačanje podrške saradnji, podržavanje integracije iz pragmatičnih razloga i prenošenje ovlašćenja na nadnacionalni evropski nivo vlasti, a sve sa ciljem daljeg širenja integracionih procesa. Prema ovoj teoriji procesi integracije su uzrokovani pojavom preliivanja u vidu nuspojava integracionih procesa. Koncept preliivanja se pojavljuje u tri specifična oblika:

- funkcionalno preliivanje

Integracije u jednom sektoru automatski dovode i do integracija u ostalim sektorima usled visokog stepena međusobne povezanosti nacionalnih privreda članica

⁴⁰ Parsons, C., Matthijs, M., (2015), »European Integration Past, Present and Future: Moving Forward through Crisis?« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 210-232. Str.: 213.

⁴¹ Monnet, J., (1978), *Memoirs*, Doubleday, Garden City, New York. Str.: 109.

EC.

- tehničko prelivanje

Razlike u standardima upućuju države članice na napredak u pravcu država EU čija je glavna karakteristika bolji ili idealni tehnički propisi.

- političko prelivanje

Podrazumeva aktivno delovanje raznih interesnih grupa (sindikata, političkih stranaka, lobista i dr.) u pravcu daljeg produbljivanja regionalnih integracija.

Ukorenjenost teleologije - verovanja u kvazi-neizbežan napredak ka nekom krajnjem cilju ili finalnoj destinaciji – je primetna u većini naučnog i politički-aktivnog razmišljanja o evropskim integracijama⁴². Teorijska literatura o evropskim integracijama je počela sa teleološkim neofunctionalističkim radovima Ernsta Hasa⁴³. On se nadogrudio na ranije shvatanje Roberta Šumana i Žan Monea, i pretpostavio je da će i funkcionalna povezanost modernih ekonomija i moćni pozitivni povratni mehanizmi širiti ekonomsku integraciju iz jednog sektora u drugi. Pokušaji integrisanja u jednom sektoru bi uskoro otkrili motivaciju da se integrišu drugi sektori, ubeđujući ljude da se sve više njihovih problema najbolje rešava na evropskom nivou. Institucionalni organi uspostavljeni za koordinaciju ranih koraka, Komisija i druge nadnacionalne institucije EU, bi se takođe vraćale na promovisanje daljih koraka udruživanjem sa interesnim grupama i nacionalnim zvaničnicima. Na taj način bi povezana priroda moderne ekonomije i ubrzani rast institucionalnih delegacija moći postepeno gurali Evropu ka pravoj političkoj uniji. Hasova teorija je istovremeno proizašla iz i vratila se u politička uverenja među akterima koje je proučavala. Kao što je i sam rekao, njegova teorija je „u suštini uzela Moneova uverenja i od njih napravila hipoteze iz društvenih nauka“.

Ideje neofunkcionalista su dominirale tokom pedesetih i šezdesetih godina XX veka, da bi tokom sedamdesetih godina izgubile podršku zbog zastoja u procesima integracije.

- intergovernmentalizam

Kako neofunkcionalizam nije uspeo da objasni usporavanje evropskih integracija tokom druge polovine šezdesetih godina XX veka, kao ni jačanje međuvladinih elemenata EC, došlo je do pojave dijametralno suprotne teorije poznatije kao teorija međuvladinih odnosa ili intergovernmentalizam. Ova realna teorija ukazuje na evropsku integraciju koju pokreću delovanje i legitimni interesi nacionalnih država. Najznačajniji ciljevi država EU svode se na zaštitu sopstvenih geopolitičkih interesa, kao što su nacionalna bezbednost i suverenitet.

Funkcionalizam je počeo da deluje manje uverljivo nakon niza političkih zastoja u integraciji. Veliki zastoj se odnosio na krizu praznih stolica (*Empty Chair Crisis*), kada je francuski predsednik Šarl de Gol bojkotovao evropske institucije, jer se usprotivio njihovim planovima za veću nadnacionalnu integraciju. Kriza je rešena na pravi intergovernmentalistički način Luksemburškim kompromisom iz 1966. godine, u kom je zapravo svakoj državi članici dato pravo veta za pitanja od veoma važnog nacionalnog interesa.

Intergovernmentalisti smatraju da je evropska integracija ukorenjena u

⁴² Parsons, C., Matthijs, M., (2015), »European Integration Past, Present and Future: Moving Forward through Crisis?« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 210-232. Str.: 212-213.

⁴³ Haas, E. B., (1958), *The Uniting of Europe: Political, Economic and Social Forces, 1950-1957*, Stevens, London.

postizanju nacionalnih ekonomskih interesa. Oni smatraju da nacionalne vlade vode evropske integracije, i da su nadnacionalne institucije alati nacionalnih država, koje ih koriste za ostvarivanje svojih ciljeva. Prema tome, nacionalne vlade su izgradile evropske institucije kako bi sledile ekonomske interese svojih domaćih izbornih jedinica. Iz intergovernmentalističke perspektive, EU je samo naročito kompleksna međunarodna organizacija suverenih država. Evropske nadnacionalne institucije, poput Evropske komisije i Evropskog suda pravde, su samo instrumenti i uređaji obavezivanja koje su nacionalne države izgradile i koriste u cilju postizanja svojih ciljeva, dok njihove nacionalne vlade zadržavaju svu fundamentalnu vlast o ključnim odlukama.

Odlika koja povezuje federalizam i intergovernmentalizam dovodi do osnovnog pitanja zašto države streme ka integraciji. Oba pristupa dele pretpostavku da su akteri racionalni i koristoljubivi, što podrazumeva da države ne ulaze u integraciju radi integracije, već zato što je to u njihovom interesu⁴⁴. Odnosno, države streme ka integraciji samo ako su uverene da će to imati povoljniji ishod od bilo kog nacionalnog rešenja⁴⁵. Federalisti i intergovernmentalisti imaju isto mišljenje vezano za pitanja o tome da li treba dođe do integracije među državama i zašto, ali nevezano za pitanje kako ova integracija treba da se odvija, odnosno kroz nadnacionalne institucije ili putem međudržavne koordinacije.

- liberalni intergovernmentalizam

Tokom osamdesetih i devedesetih godina XX veka nastaje liberalna teorija međuvladinih odnosa ili liberalni intergovernmentalizam kao svojevrsna kombinacija neofunkcionalizma i teorije međuvladinih odnosa. Ova teorija istovremeno ukazuje na važnost domaće politike i interesnih grupa, ali i na značaj uloge nacionalnih vlada članica EU pri donošenju važnih političkih i ekonomskih odluka.

Snažna logika teleologije je i ovde bila prisutna. Liberalni intergovernmentalizam Endru Moravcsika je predstavljao napad na Hasovu neofunkcionalističku logiku prolaznih institucija, tvrdeći da nacionalne vlade u potpunosti dominiraju EU i pažljivo ograničavaju rast nadnacionalne moći⁴⁶. Ipak, on ne negira da je došlo do značajne delegacije moći, i smatra da globalizacija podstiče interesne grupe da vide rastuće dobitke u prekograničnom kretanju i gura nacionalne vlade da teže ka otvorenim i koordiniranim politikama sa svojim susedima. EU, koja prikazuje „normalne politike u eri globalizacije“, deluje kao još neminovniji proizvod velikih trendova u osnovi od bilo kog prikaza Monea ili Hasa⁴⁷. Kada je objašnjavao Ugovor iz Maastrichta sa tom logikom, kao racionalno-funkcionalni odgovor na ekonomske imperativne, nagovestio je da će Evropljani učiniti sve što je racionalno neophodno da reše probleme vezane za evro.

- pluralizam

Integraciju definiše kao zajednicu država s visokom političkom, ekonomskom i socijalnom saradnjom između država članica. Za razliku od federalista, ovaj smer

⁴⁴ Rosamond, B., (2002), *Theories of Political Integration*, The European Union Hand-book, Fitzroy Dearborn Publishers, London. Str.: 46.

⁴⁵ Moravcsik, A., (2007), *The European Constitutional Settlement*, Making History, European Integration and Institutional Change at Fifty, The State of the European Union, Oxford University Press, Oxford. Str.: 26.

⁴⁶ Moravcsik, A., (1993), »Preferences and Power in the European Community: A Liberal Intergovernmentalist Approach«, *Journal of Common Market Studies* 31(4): 473-524.

⁴⁷ Moravcsik, A., (1998), *The Choice for Europe: Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht*, Cornell University Press, New York.

opravdava dalje postojanje država savremenog tipa, ali uz uslov da se njihovi međusobni uslovi poboljšaju.

Nacionalisti su suprotnih stavova od federalista i funkcionalista, i oni podržavaju integracije uz zadržavanje visokog stepena suvereniteta i nacionalnog identiteta članica zajednice. U skladu sa tim, oni u pluralnim političkim društvima često opstruišu federaliste i funkcionaliste.

Postoje različite interpretacije monetarne i fiskalne integracije. Federalisti smatraju da fiskalna integracija mora da prethodi monetarnoj integraciji. Neofunkcionalisti smatraju da je krucijalna istovremena monetarna, fiskalna i socijalna integracija. Pluralisti smatraju da nije potrebna nikakva fiskalna integracija monetarnoj integraciji.

2) ekonomske teorije integracije.

Ekonomske teorije integracije su grupisane u dve osnovne celine:

- (neo) liberalizam

Liberalizam ističe važnost primene mehanizma tržišne privrede kojim bi trebalo da se osigura slobodno kretanje roba, usluga i radne snage, sa ciljem eliminisanja prepreka takvim slobodama. Nije potrebno da se uspostave nadnacionalne institucije, ostavljajući princip suvereniteta, a potreba za integracijom se ostvaruje međunarodnom koordinacijom nacionalnih politika.

Nakon Drugog svetskog rata, u Evropi je počeo period kejnzijanskog ekonomskog planiranja i makroekonomske koordinacije, a preovlađujući socio-ekonomski model se bazirao na principima pune zaposlenosti i mešovitoj ekonomiji koju karakteriše veća uloga države u privredi kroz upravljanje tražnjom. I osnivanje ECSC je bilo motivisano potrebom za međusobnom saradnjom i koordinacijom, a ne većom konkurencijom⁴⁸.

U periodu koji je prethodio stvaranju EMU, tržišne privrede su prihvatile neoliberalizam, a napušten je kejnzijanzizam kao okvir aktivne ekonomske politike vlade. Neoliberalizam je, kao moderno oličenje neoklasične ekonomske teorije, doktrina koja zagovara podvrgavanje svih aspekata društva tržištu i logici profita. Jedinstveni evropski akt je potpisan 1986. godine, a 1987. godine stupio na snagu, čiji je cilj bio da dovede do kraja uspostavljanje jedinstvenog tržišta ukidanjem svih trgovinskih barijera do 1992. godine. Princip liberalizacije je prihvaćen i u politici spoljne trgovine, a od devedesetih godina XX veka u fokusu Evropske komisije se nalazi integracija i liberalizacija finansijskog tržišta, sa ciljem kreiranja jedinstvenog evropskog tržišta. Intenzivan proces ekonomske integracije povećao je ulogu tržišta u kretanju kapitala, smanjujući slobodu vlada u vođenju nezavisne makroekonomske politike. Zajedničko tržište je postalo neoliberalno tržište koje karakteriše slaba regulacija ili deregulacija. Tržišna konkurencija je uvedena u veći broj sektora, u koje spadaju i nacionalni javni servisi, kao što su telekomunikacije, transport i energija. Vodeći ekonomisti i centralni bankari su imali veliki uticaj prilikom stvaranja EMU, i oni su podržavali zdrav novac i monetarnu stabilnost, koja je bila nadređena svim drugim ciljevima. Osnivanje EMU je bio dalji korak u neoliberalnom restrukturiranju Evrope.

Ugovor iz Mاستrihta je u praksi značio institucionalizaciju neoliberalne politike. Za razliku od monetarno-fiskalnih pravila za koje postoje kazne (disciplinski neoliberalizam), nešto slično tome ne postoji u EU za druge prekršaje kao što bi na

⁴⁸ Christoph, H., (2007), »Neoliberalism in the European Union, Studies in Political Economy«, *FORBA Discussion Paper* 3/2007: 61-90. Str.: 69.

primer bilo uvođenje carina, diskriminatorno ponašanje na tržištu, nesprovođenje liberalizacije u javnom sektoru i slično, ali bi u takvim situacijama pojedinci ili preduzeća mogli da podnesu tužbu za diskriminaciju na evropskim sudovima. Prema tome, u tom je segmentu neoliberalna politika institucionalizirana na drugačiji način.

Neoliberalni model EMU predstavlja nastojanje da se kontroliše aktivnost međunarodnog finansijskog tržišta i ostvari značajniji uticaj u međunarodnom monetarnom sistemu. Za vlade država članica, EMU obezbeđuje najviši mogući stepen kredibiliteta. Cenovna stabilnost koju monetarna unija obezbeđuje, u nekim državama članicama, ne bi mogla da se postigne vođenjem nezavisne ekonomske politike zbog unutrašnjih političkih razloga. Jaka nezavisnost centralne banke od nacionalnih vlada primorava ih na zdravu fiskalnu politiku i manje uplitanje u ekonomske tokove. Monetarna politika i politika deviznog kursa više ne mogu da se koriste za redistribuciju dohotka i ne mogu da se sakriju troškovi inflacije od glasača. Takođe, osnivanje EMU su pratili pritisci lobi grupa. Neoliberalna ograničenja fiskalnoj politici su nametnuta Paktom za stabilnost i rast.

- institucionalizam

Ističe potrebu za institucijama, naglašavajući nedovoljnost ekonomskih uslova da bi se postigla integracija. Ova teza počiva na unutrašnjoj organizaciji integracije posredovanjem tela i institucija s nadnacionalnim okvirima. Države članice EU, kao i države koje su u procesu integracije, teže stvaranju unutrašnjih normativnih uslova i političkih uslova, koji se kasnije stabilizuju ustavnim pravom navedene države.

Rimski ugovor iz 1957. godine o stvaranju zajedničkog evropskog tržišta se više nije odnosio na korake ka federaciji, već je podrazumevao neodređeniji cilj postavljanja „temelja još bliže unije među narodima Evrope“⁴⁹. Glavni zacrtani cilj je bio da se osigura ekonomski i društveni napredak država zajedničkom akcijom ukidanja granica koje dele Evropu, smatrajući da će to da ojača mir i bezbednost. Da bi se podstakli ti ciljevi, evropske države su stvorile dve grupe institucija: nadnacionalne institucije kao što su Evropska komisija, Parlament, i Evropski sud pravde (*European Court of Justice – ECJ*), i međudržavne (intergovernmentalne) institucije, kao što su Savet ministara i, kasnije, Evropski savet, formirane od strane vlada država članica.

Prema tome, ne postoji sveobuhvatna teorija integracija. Navedena teorijska razmišljanja značajno prate evolucionistički put zajednica i pokušavaju da pojašne suštinu procesa integracija.

⁴⁹ Spolaore, E. (2013), »What is European Integration Really About? A Political Guide for Economists«, *Journal of Economic Perspectives*, 27(3): 125-144. Str.: 131-136.

II. MONETARNA POLITIKA, FISKALNA POLITIKA I TRŽIŠTE RADA

3. CILJEVI I ZADACI EVROPSKE CENTRALNE BANKE

3.1. ORGANIZACIJA I FUNKCIONISANJE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

U posleratnom periodu su se razvila dva modela bankarstva, koji se razlikuju jedan od drugog u dva aspekta - ciljevima centralne banke i institucionalnom oblikovanju centralne banke⁵⁰:

1) nemački model

Primarni cilj centralne banke je stabilnost cena. Centralna banka može da ima i druge ciljeve, ali to je uvek uslovljeno zahtevom da se ne dovodi u pitanje stabilnost cena. Vodeći princip institucionalnog oblikovanja centralne banke je politička nezavisnost. Odluke o kamatnim stopama donosi centralna banka, bez mešanja političkih vlasti.

2) anglo-francuski model

Centralna banka ima nekoliko ciljeva: stabilnost cena, stabilizaciju poslovnog ciklusa, održavanje visoke zaposlenosti i finansijsku stabilnost. U tom modelu stabilnost cena je samo jedan od ciljeva i nema privilegovan tretman. Institucionalno oblikovanje centralne banke karakteriše politička zavisnost centralne banke, odnosno odluke monetarne politike odobrava vlada, i ministar finansija odlučuje o povećanju ili smanjenju kamatne stope.

Kada su evropske države pregovarale oko Ugovora iz Mاستrihta, napravljen je izbor između ova dva modela. Iako je u tom momentu u skoro svim državama članicama EU prevladavao anglo-francuski model centralnog bankarstva, ipak je on odbačen kao vodič za oblikovanje centralne banke, i prihvaćen je nemački model. Smatra se da postoje dva razloga za to⁵¹:

1) intelektualni razvoj, odnosno monetaristička kontrarevolucija

Tokom pedesetih i šezdesetih godina XX veka je dominirao kejnzijizam. Glavni ciljevi su bili visoki ekonomski rast i niska nezaposlenost, a za njihovo ostvarenje su bile odgovorne monetarne i fiskalne vlasti. Ekspanzivna monetarna i fiskalna politika su bile instrumenti kojima su se ti ciljevi ostvarivali.

Tokom sedamdesetih godina XX veka je monetarizam napravio prodor kada su počeli da se pojavljuju dokazi da ovakva politika proizvodi inflaciju. Po monetarističkom pristupu, koji je sintetizovan u Barro-Gordonovom modelu, monetarne vlasti ne mogu sistematično da snižavaju stopu nezaposlenosti ispod prirodnog nivoa, već mogu da snižavaju nezaposlenost samo privremeno. Ukoliko je cilj da prirodna stopa nezaposlenosti bude ispod prirodnog nivoa, cena toga će biti sistematično kreiranje inflacije. Jedini način da se trajno snizi nezaposlenost je preko snižavanja prirodne stope nezaposlenosti, što može da se ostvari samo preko strukturnih politika, odnosno uvođenjem veće fleksibilnosti na tržištu rada i nižih poreskih stopa na rad.

⁵⁰ De Grauwe, P., (1999), »Independence and Accountability of Central Banks«, *Paper prepared for the Annual World Bank Conference in Paris on "Governance, Equity and Global Markets"*. Str.:2.

⁵¹ De Grauwe, P., (1999), »Independence and Accountability of Central Banks«, *Paper prepared for the Annual World Bank Conference in Paris on "Governance, Equity and Global Markets"*. Str.:3-4.

Suprotno tome, centralna banka mora da se bavi nivoom cena koji jedino može da kontroliše. Pristup monetarista je uticao i na novi pogled na prirodu odnosa između centralne banke i vlade. S obzirom na činjenicu da pritisak da se vodi ekspanzivna monetarna politika, čiji je cilj da stimuliše ekonomiju, dolazi od političara koji slede kratkoročne izborne ciljeve, centralna banka bi trebalo da se zaštiti od takvih političkih pritisaka svojom nezavisnošću.

Tokom osamdesetih godina XX veka je dominirao monetarizam, posebno među centralnim bankarima. Samim tim i nije začuđujuće što su centralni bankari, kada su kreirali Delorov izveštaj, bili voljni da uzmu Bundesbanku kao model za ECB, s obzirom da je njen primarni cilj bio stabilnost cena a politička nezavisnost instrument da se on ostvari. ECB više nego ijedna druga centralna banka prati monetaristički model monetarne politike.

2) strateška pozicija Nemačke u procesu kretanja ka EMU

Nemačke vlasti su se suočile sa rizikom prihvatanja više inflacije kada EMU počne da funkcioniše. Da bi se ovaj rizik smanjio, i da bi prihvatile EMU, nemačke monetarne vlasti su insistirale na ECB koja daje čak veći značaj stabilnosti cena nego sama Bundesbanka.

Vrhunac evropskih integracija predstavlja nastanak EMU i evra. Osnovna ideja vodilja prilikom stvaranja evropske integracije bila je unapređenje privrednog razvoja država članica i jačanje njihove stabilnosti, ubrzano povećanje životnog standarda kao i robna razmena u obliku slobodnog prometa i uvođenja zajedničke carinske tarife. Evropske države su pristupile integraciji pre svega iz ekonomskih i političkih ali i finansijskih razloga.

Sa jednom jedinstvenom valutom može da postoji samo jedna kamatna stopa, jedan devizni kurs prema ostatku sveta, a samim tim i jedna monetarna politika⁵². Iako takav sistem obično podrazumeva jednu centralnu banku, to nije u potpunosti slučaj funkcionisanja EMU, gde svaka država članica i dalje ima sopstvenu centralnu banku, koja predstavlja poslednji trag monetarnog suvereniteta. Kreaotori EMU nisu do kraja sjedinili nacionalne centralne banke u jednu jedinstvenu instituciju, delimično i iz straha od otpuštanja puno zaposlenih.

Postoje tri glavna politička i ekonomska razloga zašto je uspostavljen sistem za obavljanje funkcija centralne banke za evro, umesto samo jedne centralne banke⁵³:

- 1) uspostavljanje jedinstvene centralne banke za celu evrozonu ne bi bilo prihvatljivo iz političkih razloga
- 2) način funkcionisanja Evrosistema se zasniva na iskustvu nacionalnih centralnih banaka (*National Central Bank - NCB*), čuva njihov institucionalni okvir, infrastrukturu i operativne sposobnosti i znanje, a NCB nastavljaju da obavljaju i određene poslove koji su nevezani za Evrosistem
- 3) s obzirom na veliku geografsku površinu koju pokriva evrozona, kao i na veliki broj naroda i kultura u evrozoni, smatralo se da su domaće kreditne institucije (a ne jedna nadnacionalna institucija) u najboljoj poziciji da služe kao tačke pristupa Evrosistemu.

⁵² Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 495.

⁵³ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 42.

Stvaranje evrozone i nove nadnacionalne institucije ECB, predstavlja prekretnicu u dugom i složenom procesu evropskih integracija. Novostvorena ECB koegzistira sa NCB. ECB je smeštena u Frankfurtu u Nemačkoj, a ostale banke država članica evrozone se i dalje nalaze u glavnim gradovima tih država.

ECB je centralna banka za evro, i osnovana je kao jezgro Evrosistema i Evropskog sistema centralnih banaka⁵⁴. ESCB se sastoji od ECB i NCB svih država članica EU, nezavisno od toga da li su prihvatile evro ili ne. Evrosistem je centralni bankarski sistem evrozone, koji se sastoji od ECB i nacionalnih centralnih banaka onih država koje su usvojile evro. Evrosistem i ESCB će da koegzistiraju sve dok postoje države članice EU van evrozone.

Glavni cilj Evrosistema je da održi stabilnost cena očuvanjem vrednosti evra, čime ujedno stvara pogodne uslove za realizaciju ostalih ciljeva ekonomske politike. Evrosistem predstavlja monetarni autoritet u evrozoni i kao takav teži očuvanju finansijske stabilnosti i promociji evropske finansijske integracije. Evrosistem zavisi od glatkog funkcionisanja bankarskog sistema kroz koji se sprovode aktivnosti monetarne politike. U državama članicama evrozone učestvuju mnogo kreditnih institucija (komercijalne banke, štedionice i ostale finansijske institucije) koje mogu da funkcionišu kao kanal za transakcije montarne politike kojima se povlači ili smanjuje likvidnost u EMU.

1. juna 1998. godine statutom je osnovana i ECB i ESCB. Evro je uveden 1. januara 1999. godine, prvobitno kao elektronsko sredstvo plaćanja, a evro novčanice i kovanice su uvedene 1. januara 2002. godine. Od 1. januara 1999. godine, ECB je odgovorna za vođenje monetarne politike u evrozoni. Pravni osnov za jedinstvenu monetarnu politiku je Ugovor o funkcionisanju Evropske unije i Statut ESCB i ECB. Evropsko zakonodavstvo daje slobodu ECB da odredi značenje stabilnosti cena, kao i punu autonomiju u izboru instrumenata i primeni strategije za ostvarivanje njenog primarnog cilja.

Osnovni cilj ECB je stabilnost cena, definisana kao stopa inflacije u evrozoni ispod, ali blizu 2% u srednjem roku. Glavni zadatak ECB je da očuva kupovnu snagu evra a samim tim i stabilnost cena u evrozoni, zato što stabilne cene formiraju osnovu za održivi ekonomski rast i prosperitet u Evropi.

ECB je nasledila kredibilitet i ekspertizu svih nacionalnih centralnih banaka evrozone, koje zajedno sa ECB stvaraju stabilizaciono orijentisanu monetarnu politiku za EU. ECB posebnu pažnju poklanja održanju efikasnosti i stabilnosti u bankarskoj industriji.

Temeljna institucionalna reforma EU je sprovedena usvajanjem Ugovora iz Lisabona, a uvedene novine se jednim delom odnose i na ECB. Svakako najznačajnija promena je to što se ECB uvrstila u jedinstveni institucionalni okvir, odnosno definisano je da je ECB institucija EU. ECB ima određene karakteristike po kojima se razlikuje od ostalih institucija EU, od kojih je najznačajnija činjenica da ECB ima svojstvo pravnog lica.

Glavni organi odlučivanja ECB⁵⁵:

1) Upravni savet (*Governing Council*)

Upravni savet je glavni organ ECB za donošenje odluka, koji se sastoji od:

- 6 članova Izvršnog odbora
- guvernera NCB 19 država članica evrozone.

⁵⁴ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html>.

⁵⁵ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.en.html>.

U odgovornosti Upravnog saveta spadaju:

- usvajanje smernica i donošenje odluka neophodnih da se osigura obavljanje poslova poverenih ECB i Evrosistemu
- formulisanje monetarne politike za evrozonu, što uključuje odluke vezane za monetarne ciljeve, ključne kamatne stope, nabavku rezervi u Evrosistemu, i uspostavljanje smernica za sprovođenje tih odluka
- u kontekstu novih odgovornosti ECB vezanih za bankarski nadzor, usvajanje odluka koje se odnose na opšti okvir pod kojim se donose odluke iz oblasti nadzora, i donošenje dovršenih nacрта odluka koje predlaže Nadzorni odbor u skladu sa postupkom o neisticanju prigovora.

U granicama i pod uslovima koje utvrđuje Upravni savet, ECB je ovlašćena da izriče novčane kazne i druge finansijske sankcije u slučajevima nepoštovanja njenih uredbi i odluka⁵⁶.

2) Izvršni odbor (*Executive Board*)

Izvršni odbor čine:

- predsednik
- potpredsednik
- 4 druga člana.

Evropski savet imenuje sve članove odlukom kvalifikovane većine.

U odgovornosti Izvršnog odbora spadaju:

- pripremanje sastanaka Upravnog saveta
- sprovođenje monetarne politike za evrozonu u skladu sa navedenim smernicama i odlukama koje donosi Upravni savet, i na taj način daje potrebne instrukcije NCB evrozone
- vođenje svakodnevnih poslova ECB
- korišćenje ovlašćenja prenetih od strane Upravnog saveta, što uključuje i neka regulatorna ovlašćenja.

3) Generalni savet (*General Council*)

Generalni savet čine:

- predsednik ECB
- potpredsednik ECB
- guverneri NCB 28 država članica EU.

Drugim rečima, Generalni savet uključuje predstavnike 19 država članica evrozone i 9 država van evrozone.

Ostali članovi Izvršnog odbora ECB, predsednik Saveta EU i jedan član Evropske komisije mogu da prisustvuju sednicama Generalnog saveta, ali nemaju pravo glasa.

Generalni savet može da se posmatra kao prelazni organ. On izvršava zadatke preuzete od EMI koje je ECB dužna da obavlja u trećoj fazi EMU zbog toga što još uvek sve države članice EU nisu usvojile evro. Takođe, njegove odgovornosti podrazumevaju i da doprinosi:

- savetodavnim funkcijama ECB
- prikupljanju statističkih podataka
- pripremi godišnjeg izveštaja ECB

⁵⁶ Craig, P.P., De Burca, G., (2011), *The Evolution of EU Law*, Oxford University Press, New York. Str.: 715.

- uspostavljanju potrebnih pravila za standardizovano računovodstveno evidentiranje i izveštavanje o poslovanju NCB
- preduzimanju mera koje se odnose na određivanje parametara za upis kapitala ECB, osim onih navedenih u Ugovoru
- utvrđivanju uslova zapošljavanja u ECB
- potrebnim pripremama za neopozivo fiksiranje deviznog kursa valuta država članica EU sa odstupanjem prema evru.

U skladu sa Statutom ESCB i ECB, Generalni savet će biti raspušten kada sve države članice EU uvedu jedinstvenu valutu.

4) Nadzorni odbor (*Supervisory Board*)

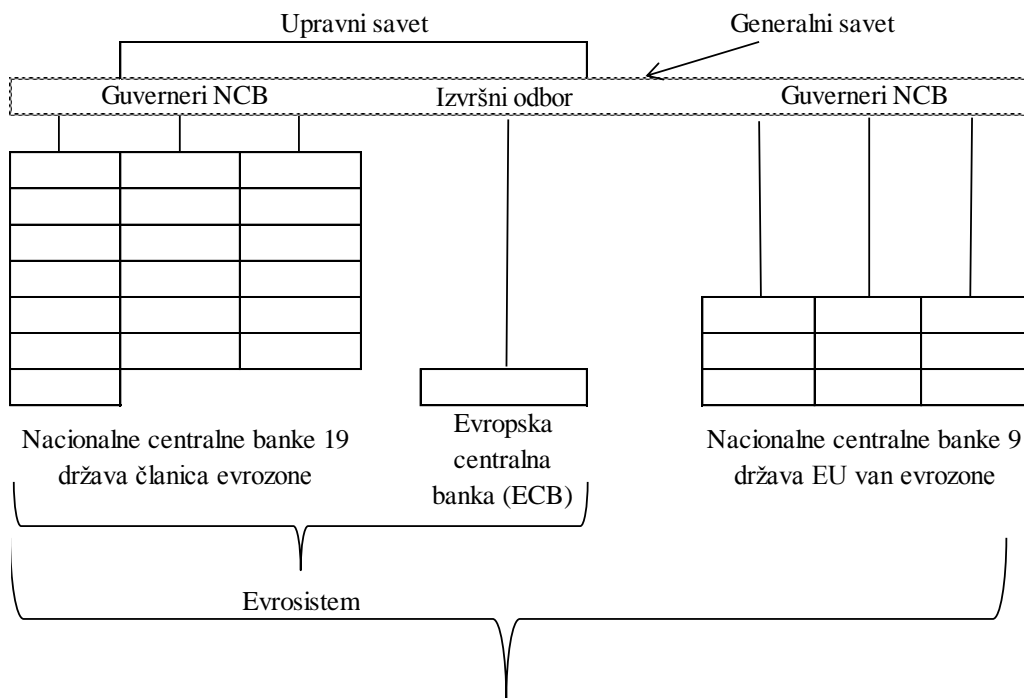
Nadzorni odbor čine:

- predsednik (koji ima neobnovljivi petogodišnji mandat)
- potpredsednik (izabran iz reda članova Izvršnog odbora ECB)
- 4 predstavnika ECB
- predstavnici nacionalnih nadzornih organa.

U slučaju kada nacionalni nadzorni organ određen od strane države članice nije NCB, predstavnika nadležnog organa može da prati predstavnik njihove NCB.

U odgovornosti Nacionalnog odbora spadaju:

- planiranje i izvršavanje nadzornih zadataka ECB
- predlaganje dovršenih nacрта odluka Upravnom savetu.



Evropski sistem centralnih banaka (ESCB)

Grafikon 16: Evropski sistem centralnih banaka

Izvor: Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 496.

3.2. NEZAVISNOST, ODGOVORNOST I TRANSPARENTNOST EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Tri postulata dobrog upravljanja centralnom bankom su⁵⁷:

1) nezavisnost

Nezavisnost ECB je posledica ostvarivanja njenog primarnog cilja održavanja stabilnosti cena i njene isključive nadležnosti za monetarnu politiku i povezane funkcije u evrozoni⁵⁸. Empirijska istraživanja su pokazala da u državama u kojima centralna banka nije nezavisna postoji visoka stopa inflacije. Zbog toga je prihvaćen stav da je nezavisnost centralne banke krucijalna za kreiranje zdravog makroekonomskog stanja. ECB je formirana na način koji joj omogućava da bude nezavisna koliko je potrebno da bi sprovela svoj primarni cilj održavanja stabilnosti cena, odnosno nisku stopu inflacije, i sekundarne ciljeve u vidu pružanja podrške prilikom izvršavanja ekonomskih ciljeva EU (na primer: nisku nezaposlenost, održiv rast, itd.). ECB mora da bude zaštićena od svih vrsta uticaja koji bi mogli da ugroze postizanje njenog primarnog cilja. Nezavisna centralna banka nije samo u boljoj poziciji za ostvarenje primarnog cilja u vidu stabilnosti cena; prihvaćena je od strane javnosti kao pouzdanija institucija od centralne banke koja zavisi od izvršne vlasti. Vlada mora da ispuni mnoge ciljeve, i često ne daje prioritet cilju cenovne stabilnosti, posebno ukoliko postoji sukob različitih ciljeva. Prema tome, nezavisnost ECB nije cilj sama po sebi, već neophodan element monetarnog poretka koji daje prioritet cilju stabilnosti cena.

U skladu sa članom 108. Ugovora o EC, ECB treba da deluje apsolutno nezavisno u svoje ime i zarad svojih ciljeva i interesa. Sporazum kombinuje nezavisnost ECB (i ostalih nacionalnih centralnih banaka) u ispunjavanju ciljeva Evrosistema sa odredbama kojima se obezbeđuju⁵⁹:

- demokratske odgovornosti ECB
- uspešni dijalozi i saradnja između ECB i institucija i tela Zajednice
- zakonska kontrola pravnih akata ECB od strane Evropskog suda pravde
- eksterni nadzor finansijskog menadžmenta i integriteta ECB.

Koncept nezavisnosti ECB uključuje⁶⁰:

- institucionalnu nezavisnost

Evrosistem ima zabranu odobravanja kredita organima EU ili nacionalnim subjektima javnog sektora. To ga dalje štiti od bilo kakvog uticaja koji imaju organi državne uprave.

Statutom ESCB i ECB izričito se zabranjuje NCB da odobravaju kredite ili bilo koji drugi tip pozajmice institucijama i telima EC, centralnim vladama, regionalnim, lokalnim i drugim javnim organima vlasti. Takođe im je zabranjeno da direktno kupuju instrumente duga od navedenih subjekata. Regulativom predviđeno korišćenje operacija na otvorenom tržištu predstavlja dodatnu garanciju za institucionalnu nezavisnost ECB.

⁵⁷ Amtenbrink, F., (2004), »The Three Pillars of Central Bank Governance - Towards a Model Central Bank Law or a Code of Good Governance?«, *www.imf.org*. Str.:2.

⁵⁸ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 121.

⁵⁹ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 121.

⁶⁰ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 122-124.

Način na koji su definisane funkcije organa upravljanja ECB, procedura izbora i smenjivanja njihovih članova i način donošenja odluka su konstitutivni element visokog stepena institucionalne nezavisnosti ECB.

- zakonsku nezavisnost

ECB i NCB imaju svoj zakonski identitet koji je neophodan preduslov nezavisnosti učesnika Evrosistema. Za ECB, zvanični identitet podrazumeva pravo sprovođenja akcija pre saglasnosti Evropskog suda pravde u cilju ostvarenja ciljeva, ako to može da bude u suprotnosti sa institucijama Zajednice ili država članica.

ECB ima pravo na usvajanje obavezujućih propisa u obimu neophodnom za obavljanje zadataka ESCB i u nekim drugim slučajevima, kao što je navedeno u posebnim aktima Saveta EU.

- personalnu nezavisnost

Članovi organa odlučivanja imaju duge mandate:

- NCB guverneri imaju minimalni mandat od 5 godina
- članovi Izvršnog odbora ECB imaju mandat od 8 godina bez mogućnosti reizbora
- i jedni i drugi mogu da budu razrešeni dužnosti samo u slučaju da ne ispunjavaju uslove neophodne za obavljanje date funkcije ili ukoliko naprave ozbiljne presteupe
- sud pravde EU je nadležan da reši sve sporove.

Organi odlučivanja ECB moraju da imaju transnacionalni identitet i da deluju u interesu Evrope umesto u interesu svojih nacija.

- funkcionalnu i političku nezavisnost

Funkcionalna nezavisnost potvrđena je u nekoliko odredaba Statuta ESCB. ECB je dobila sve ključne nadležnosti za postizanje stabilnosti cena. Na primer, Evrosistem ima ekskluzivno pravo za sprovođenje monetarne politike i ima monopol u emitovanju novčanica. Pravo država članica na kovanje kovanica je ograničeno na male apoenne, a količinu kovanica mora da odobri ECB. Prema tome, nijedan tender ne sme da se organizuje bez dozvole ECB, a to daje apsolutnu kontrolu ECB nad primarnim novcem u evrozoni. Članom 101. Ugovora o EC, zabranjeno je da ECB pozajmljuje javnom sektoru. Ova zabrana štiti Evrosistem od pritiska javnog sektora da vrši primarnu emisiju novca.

Evrosistem može da koristi veliki broj različitih instrumenata za primenu svojih politika. Taj spektar instrumenata podrazumeva regulatorne moći i pravo uvođenja sankcija u slučaju nepoštovanja propisa i odluka ECB.

Politička nezavisnost se odnosi na sposobnost ECB da izabere način delovanja nezavisno i bez pritiska političkih aktera. Ni ECB ni NCB, niti bilo koji član njihovih organa za donošenje odluka, nemaju pravo da traže ili dobijaju instrukcije od institucija ili tela EU, od bilo koje vlade država članica EU ili od bilo kog drugog organa.

- finansijsku i organizacionu nezavisnost

ECB i NCB država učesnica imaju sopstvene finansijske resurse i dohodak kao i organizacionu nezavisnost. Finansijska i organizaciona nezavisnost omogućavaju da Evrosistem funkcioniše u skladu sa postavljenim zahtevima.

Kapital ECB je upisan i u celosti isplaćen od strane NCB evrozone (1. januara 2015. godine je iznosio €10.825.007.069,61). Udeo NCB u ovom kapitalu se obračunava korišćenjem ključa koji odražava udeo date države u ukupnom stanovništvu i BDP EU. Ove dve determinante imaju jednak ponder. ECB podešava udeo svakih pet godina i svaki put kada nova država uđe u EU, na osnovu podataka dobijenih od

Evropske komisije. ECB ima svoj budžet, koji je nezavistan od budžeta EU. Statut dozvoljava ECB da samostalno određuje uslove zapošljavanja i da organizuje internu strukturu kako joj odgovara.

Kao nadnacionalna organizacija, ECB na teritoriji NCB ima sve privilegije i imunitet koji su neophodni za ostvarenje njenih ciljeva. Ove prednosti ne mogu da budu predmet administrativne ili zakonske zabrane bez odobrenja Evropskog suda pravde.

Nezavisnost ECB je direktno povezana sa potrebom za transparentnošću i odgovornošću.

2) transparentnost

Transparentnost ECB znači da centralna banka pruža široj javnosti i tržištima sve značajne informacije o svojoj strategiji, procenama i odlukama vezanim za politike, kao i svojim procedurama otvoreno, jasno i blagovremeno⁶¹.

3) odgovornost

ECB je nezavisna u obavljanju svog mandata i zadataka⁶². Istovremeno, osnivački princip demokratskih društava nalaže da svaka nezavisna institucija sa javnom funkcijom treba da odgovara građanima i njihovim izabranim predstavnicima za sprovođenje svoje politike. Iz tog razloga je važno da odgovornost podržava nezavisnost centralne banke. Na činjenicu koliko je ECB posvećena odgovornosti ukazuje njena odluka da vrši regularno izveštavanje i preko obaveza određenih statutom. Na primer, ECB objavljuje mesečni bilten, umesto zahtevanog kvartalnog izveštaja, a članovi Upravnog saveta drže brojne govore vezane za relevantne teme od značaja za javnost. Takođe, predsednik i potpredsednik ECB pružaju detaljno objašnjenje ocene ECB o ekonomskoj situaciji i razloge za svoje odluke vezane za monetarnu politiku na redovnim konferencijama za štampu koje se održavaju odmah nakon prvog sastanka Upravnog saveta svakog meseca. Novi nadzorni zadaci i dužnosti ECB su takođe predmet odredbe vezane za odgovornost.

Prema Statutu ESCB i ECB, ECB je u obavezi da objavljuje kvartalne izveštaje o aktivnostima ESCB kao i konsolidovani nedeljni finansijski izveštaj. Pored toga, ECB mora da pripremi godišnji izvještaj o aktivnostima ESCB i o monetarnoj politici u prethodnoj i tekućoj godini. Godišnji izveštaj se upućuje Evropskom parlamentu, Savetu EU, Evropskoj komisiji i Evropskom savetu. Da bi ispunila zahteve predviđene Statutom, ECB objavljuje: mesečni bilten, konsolidovani nedeljni finansijski izveštaj, i godišnje izveštaje. Pored toga, ECB objavljuje i širok spektar drugih publikacija.

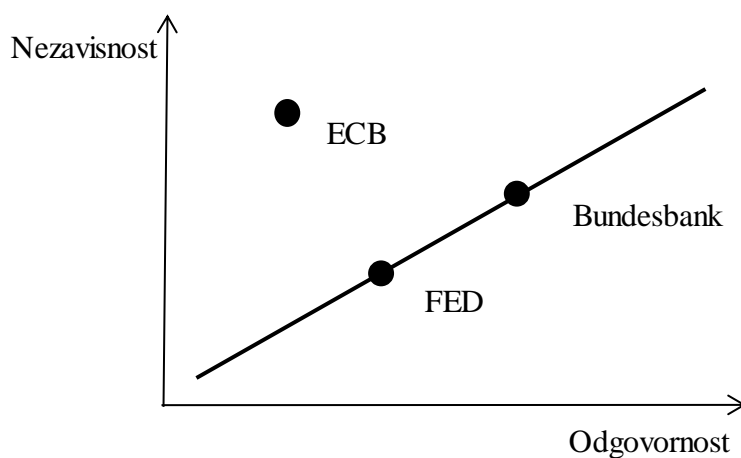
Evropski parlament (*European Parliament – EP*), kao institucija koja dobija svoj legitimitet direktno od građana EU, ima ključnu ulogu u tome da ECB zadrži odgovornost. Od svog osnivanja, ECB ima bliske i značajne dijaloge sa Evropskim parlamentom. Predsednik ECB redovno izveštava o monetarnoj politici ECB i njenim drugim zadacima u svojim saslušanjima pred Komitetom Evropskog parlamenta za ekonomska i monetarna pitanja (*Committee on Economic and Monetary Affairs - ECON*), koji se održava kvartalno. Ostali članovi Izvršnog odbora ECB se takođe pojavljuju pred Evropskim parlamentom da bi ukazali na specifična pitanja. Takođe, ECB odgovara na pisana pitanja članova Evropskog parlamenta, koja se objavljuju zajedno sa odgovorima ECB u Službenom glasniku EU i na sajtu ECB. Kao deo obaveze izveštavanja ECB, predsednik se takođe pojavljuje na opštoj sednici Parlamenta kako bi predstavio godišnji izveštaj ECB, na kojoj Parlament, po pravilu, usvaja rezoluciju. Na stručnom nivou, neformalne diskusije se održavaju između

⁶¹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/transparency/html/index.en.html>.

⁶² <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.en.html>.

predstavnik ECB i članova Evropskog parlamenta o politici ECB i drugim pitanjima u kojima ECB ima specifičnu stručnost.

Na sledećem grafikonu se nalaze empirijski dokazi o zavisnosti tri centralne banke: ECB, Federalnih rezervi (*Federal Reserve System - FED*, centralne banke SAD), i Bundesbanke (centralne banke Nemačke). Stepen nezavisnosti koji se garantuje centralnoj banci prikazan je na vertikalnoj osi, dok je na horizontalnoj osi prikazan stepen odgovornosti centralne banke⁶³. Kriva nagnuta na gore predstavlja optimalnu kombinaciju nezavisnosti i odgovornosti sa političke tačke gledišta. Što se daje više nezavisnosti, to je više rizika, a samim tim i više želje da se taj rizik ograniči preko organizovanog sistema kontrole centralne banke. Upotrebom nekoliko indikatora nezavisnosti (ko postavlja ciljeve, ko formuliše politiku, koja su ograničenja za pozajmljivanje vladi, koja je dužina zvaničnih rokova?) zaključeno je da je ECB najnezavisnija centralna banka, a zatim ide Bundesbanka i FED.



Grafikon 17: Optimalan odnos između nezavisnosti i odgovornosti

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 258.

ECB, ne samo da sama određuje način na koji će da realizuje svoje ciljeve, već i sama bira ciljeve koje treba da ostvari, što nije slučaj sa Federalnim rezervama koje vode računa i o nivou zaposlenosti, a ne samo o inflaciji. Iako je okvir monetarne politike u EMU velikim delom baziran na Nemačkom sistemu, ECB ima veći stepen nezavisnosti nego što je to bio slučaj sa Bundesbankom u kreiranju i sprovođenju monetarne politike, zato što u Nemačkoj postoji protivteža u vidu jake fiskalne politike. Međutim, to ne znači da ECB ima i najveći stepen odgovornosti – naprotiv, podaci sugerišu da je stepen odgovornosti ECB u poređenju sa Federalnim rezervama manji. Prema tome, ECB je institucija koja ima veliku nezavisnost u poređenju sa ostalim glavnim centralnim bankama, dok je stepen odgovornosti manji u odnosu na njih.

3.3. CILJEVI EVROPSKE CENTRALNE BANKE

U članu 127. (1) Ugovora o funkcionisanju Evropske unije, navedeno je da je osnovni cilj ESCB da održava stabilnost cena. ESCB takođe podržava ekonomsku politiku Zajednice, kako bi se realizovali ciljevi visokog nivoa zaposlenosti i održivog

⁶³ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 258.

neinflatornog rasta, pod uslovom da to ne remeti realizaciju primarnog cilja. Takođe, ESCB će postupati u skladu sa principom otvorene tržišne ekonomije sa slobodnom konkurencijom⁶⁴.

U glavne ciljeve ECB spadaju:

1) stabilnost cena

Primarni cilj Evrosistema, obezbeđenje stabilnosti cena, kao ključna odredba monetarne politike Ugovora o EC, reflektuje moderna ekonomska razmišljanja o ulozi, dometu i ograničenjima monetarne politike i u osnovi je institucionalnog i organizacionog oblikovanja centralnog bankarstva u EMU.

Cilj održavanja stabilnosti cena definisan je u Ugovoru o EC iz više razloga⁶⁵:

- decenije praktičnog iskustva i veliki broj ekonomskih studija ukazuju da će monetarna politika najviše da doprinese poboljšanju ekonomskih perspektiva i životnog standarda građana putem obezbeđenja stabilnosti cena u dugom roku
- teorijske osnove monetarne politike kao i iskustvo iz prošlosti ukazuju na činjenicu da monetarna politika ima konačni efekat na nivo cena u ekonomiji, pa se samim tim cenovna stabilnost nameće kao jedini mogući cilj monetarne politike u srednjem roku
- zbog dominantnog nemačkog uticaja i Bundesbanke prilikom konstituisanja ECB, kao eksplicitni cilj monetarne politike ECB utvrđena je stabilnost cena, koja je bila i primarni cilj Bundesbanke.

Cilj obezbeđenja stabilnosti cena se odnosi na opšti nivo cena u ekonomiji a podrazumeva izbegavanje i inflacije i deflacije. Niska i kontrolisana inflacija podstiče privredni rast i zaposlenost na nekoliko načina⁶⁶:

- ukoliko je opšti nivo cena stabilan, agentima je lakše da naprave razliku između promena u opštem nivou cena od promena u relativnom nivou cena što doprinosi racionalnom odlučivanju

Stabilnost cena olakšava prepoznavanje promena u pojedinim cenama iako se te promene ne reflektuju na fluktuacije ukupnog nivoa cena. Ovo omogućava preduzećima i potrošačima da raspolažu sa više pouzdanih informacija prilikom donošenja odluka o potrošnji i investicijama. To zauzvrat omogućava tržištu da vrši efikasniju alokaciju resursa. Time što omogućava efikasnu alokaciju resursa, stabilnost cena doprinosi povećanju produktivnosti čitave ekonomije.

- stabilan nivo cena umanjuje ili u potpunosti eliminiše premiju za rizik od nepredviđene promene opšteg nivoa cena koju zajmodavci računavaju

Smanjenjem premije na rizik, monetarna politika će da doprinese tome da tržišta kapitala efikasnije vrše alokaciju resursa i samim tim će da stimuliše investiranje, što će dalje da utiče na povećanje nivoa ekonomskog napretka.

- stabilan nivo cena eliminiše potrebu za osiguranjem protiv inflacionog rizika što povećava fond raspoloživih sredstava za produktivno investiranje

Održavanje stabilnosti cena smanjuje verovatnoću da će pojedinci i preduzeća da preusmere resurse iz produktivnih upotreba u cilju zaštite od inflacije. Na primer, u visoko inflatornom okruženju, preduzetnici su stimulisani da nagomilavaju zalihe realnih dobara sa ciljem ostvarenja očekivane veće dobiti u odnosu na držanje novca ili

⁶⁴ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.en.html>.

⁶⁵ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 45.

⁶⁶ European Central Bank, (2011), *Price Stability: Why It is Important for You*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 29-33.

druge finansijske aktive. Međutim, nagomilavanje zaliha povećava troškove držanja zaliha i smanjuje profit. U situaciji stabilnih cena zalihe se smanjuju, smanjuju se troškovi držanja zaliha, a povećava efikasnost investicija i ekonomski rast.

- porezi i državna sigurnosna mreža imaju za posledicu cenovne distorzije koje su izraženije u slučaju inflacije

Sistemi oporezivanja često mogu da promene ekonomsko ponašanje privrednih subjekata. Na primer, ekspanzivna fiskalna politika smanjenjem poreza i povećanjem javne potrošnje, može da dovede do povećanja tražnje i rasta inflacije. Rast inflacije dovodi do neefikasnosti u poreskom sistemu, uslovljavajući velike gubitke. Stabilne cene eliminišu realne ekonomske troškove koji su rezultat sistema oporezivanja i socijalnog osiguranja.

- pošto je inflacija porez na gotov novac, domaćinstva smanjuju tražnju za novcem čime rastu transakcioni troškovi

U inflatornom okruženju, domaćinstva imaju podsticaj da ne koriste gotovinu često u cilju smanjenja transakcionih troškova. Ovi troškovi nastaju jer pojedinci češće moraju da idu do banke (ili bankomata) da bi podigli novac.

- stabilnost cena onemogućava arbitrarnu redistribuciju dohotka i bogatstva

Generalno, najslabije društvene grupe najčešće snose najveće posledice inflacije, zato što imaju samo ograničene mogućnosti da se zaštite. Prema tome, održavanje cenovne stabilnosti pomaže postizanju socijalne sigurnosti i stabilnosti. Kao što je nekoliko primera iz XX veka pokazalo, visoke stope inflacije ili deflacije često stvaraju socijalnu i političku nestabilnost.

- stabilnost cena doprinosi finansijskoj stabilnosti

Iznenadna revalorizacija finansijskih sredstava može da ugrozi ispravnost bilansa stanja bankarskog sektora i smanji imovinu domaćinstava i preduzeća. Nasuprot tome, ukoliko monetarna politika uspe da održi stabilnost cena, mogu da se izbegnu inflatorni kao i deflacioni šokovi na realnu vrednost nominalne aktive. Na taj način, monetarna politika usmerena ka ostvarenju stabilnosti cena pruža važan doprinos finansijskoj stabilnosti.

Svi ovi argumenti sugerišu da centralna banka koja održava stabilnost cena pruža značajan doprinos ostvarivanju širih ekonomskih ciljeva, kao što su bolji životni standard, visok stepen ekonomske aktivnosti i bolji izgledi za zapošljavanje. Očuvanje cenovne stabilnosti na području evrozone bi indirektno trebalo da ima uticaj i na ostatak EU, kao i na svetsku privredu.

2) podrška opštoj ekonomskoj politici u zajednici

Ostvarenjem svog jasno definisanog primarnog cilja koji se odnosi na održavanje stabilnosti cena u evrozoni, ECB podržava opšte ekonomske politike u Zajednici, a sve u cilju ostvarivanja i drugih, sekundarnih ciljeva Zajednice⁶⁷. Članom 2. Ugovora o EC, definisani su i drugi ciljevi koje pored održavanja stabilnosti cena ECB treba da postigne, a to su, između ostalih održiv neinflatorni rast i visok nivo zaposlenosti. Na taj način, stabilizaciona monetarna politika kreira stabilno okruženje za druge politike i omogućava da one deluju što je moguće efikasnije.

S druge strane, monetarna politika ima ograničen uticaj na realne promenljive u dugom roku putem drugih kanala. U dugom roku, realni dohodak je zapravo determinisan faktorima na strani ponude (na primer: tehnologijom, rastom stanovništva,

⁶⁷ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 47.

fleksibilnošću tržišta i efikasnošću institucionalnog ekonomskog okvira). Iz tog razloga zadatak fiskalnih i strukturnih politika je da povećaju potencijal za rast ekonomije.

U skladu sa tim, podrška opštoj ekonomskoj politici u evrozoni ne iziskuje direktnu odgovornost ECB za dodatne ciljeve pored cilja stabilnosti cena. Sporazumom se jasno naglašava da sekundarni ciljevi treba da budu u skladu sa primarnim ciljem. S obzirom na to da monetarna politika u kratkom roku utiče na realni sektor, neće reagovati na suviše fluktuacije u output-u sve dok one ne ugroze njen primarni cilj. Podrška opštoj ekonomskoj politici u Zajednici ne podrazumeva da ECB koordinira svoju politiku sa ekonomskim politikama u Zajednici.

3) pridržavanje principa otvorene tržišne ekonomije

Ugovor o EC takođe vezuje Evrosistem za princip otvorene tržišne ekonomije sa slobodnom konkurencijom. Evrosistem se pridržava tog principa na nekoliko načina. Održavanjem cenovne stabilnosti, ECB doprinosi adekvatnim operacijama mehanizma cena, što predstavlja ključnu karakteristiku tržišne ekonomije koja dobro funkcioniše, i koja obezbeđuje efikasnu alokaciju resursa⁶⁸.

Instrumenti monetarne politike Evrosistema su zasnovani na tržišnim mehanizmima, i kreditnim institucijama je dat ravnopravan pristup objektima Evrosistema.

Najvažniji principi otvorene tržišne ekonomije su sledeći:

- operativna efikasnost

To podrazumeva da odluke monetarne politike moraju da budu brzo i precizno primenjene na kratkoročne kamatne stope tržišta novca. One zauzvrat, kroz mehanizam transmisije monetarne politike, utiču na nivo cena.

- jednak tretman i harmonizacija

Harmonizacija pravila i procedura obezbeđuje jednak tretman putem pružanja jednakih uslova svim kreditnim institucijama u evrozoni u transakcijama sa Evrosistemom.

- decentralizacija

Za Evrosistem je specifična decentralizovana implementacija monetarne politike. To podrazumeva da operacije monetarne politike sprovede NCB uvažavajući principe jednostavnosti, transparentnosti, kontinuiteta, sigurnosti i efikasnosti, dok ECB koordinira operacijama.

3.4. ZADACI EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Zadaci ESCB i Evrosistema su navedeni u Ugovoru o funkcionisanju EU⁶⁹. Oni su precizirani u Statutu ESCB i ECB, koji predstavlja protokol u prilogu Ugovora. Pri tome, u ovim aktima se pravi razlika između osnovnih zadataka i ostalih zadataka. ECB ima obavezu da zadatke koji su joj povereni izvrši ili svojim sopstvenim aktivnostima, ili preko NCB.

Prema članu 127. (2) Ugovora o funkcionisanju EU, osnovni zadaci Evrosistema su⁷⁰:

- 1) definisanje i implementacija monetarne politike u evrozoni

⁶⁸ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 47.

⁶⁹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.en.html>.

⁷⁰ Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 48-49.

Veličina monetarne baze je u potpunosti pod kontrolom ECB. Samo ECB može da autorizuje štampanje banknota, i ona odobrava obim u kojem države članice evrozone mogu da kuju metalni novac. S obzirom na zavisnost bankarskog sistema od primarnog novca, Evrosistem ima dominantan uticaj na uslove tržišta novca i kratkoročne kamatne stope, na čemu i počiva formulacija i implementacija monetarne politike.

2) sprovođenje deviznih operacija

Sprovođenje deviznih operacija ima veliki uticaj na sprovođenje monetarne politike. One utiču na devizni kurs i domaće uslove likvidnosti koji su važne varijable monetarne politike. One moraju da budu u skladu sa okvirom politike deviznog kursa u evrozoni iz Ugovora. U ovoj oblasti odgovornost pored ECB snosi i Savet EU.

3) držanje i upravljanje zvaničnim deviznim rezervama država u evrozoni

To je komplementarna funkcija sprovođenju deviznih operacija. ECB kontroliše korišćenje deviznih rezervi članica.

4) obezbeđenje nesmetanog funkcionisanja sistema plaćanja

Efikasan sistem platnog prometa je od velikog značaja za sprovođenje monetarne politike, kao i za dobro funkcionisanje ekonomije.

U ostale zadatke ECB spadaju⁷¹:

- odobravanje emisije banknota

ECB ima isključivo pravo da odobri emisiju banknota u evrozoni

- prikupljanje statističkih podataka

U saradnji sa NCB, ECB prikuplja statističke podatke neophodne za realizaciju zadataka ESCB, ili od nacionalnih nadležnih organa ili direktno od ekonomskih subjekata.

- finansijska stabilnost i nadzor

Na osnovu člana 127. (6) Ugovora o funkcionisanju Evropske unije i Uredbe Saveta (EC) broj 1024/2013 ("SSM Uredba"), ECB je odgovorna za određene zadatke koji se tiču prudencijalnog nadzora kreditnih institucija osnovanih u učestvujućim državama članicama. Ona izvršava te zadatke u okviru jedinstvenog nadzornog mehanizma (*Single Supervisory Mechanism - SSM*) koji se sastoji od ECB i nacionalnih nadležnih organa. Ona na taj način doprinosi stabilnosti i sigurnosti bankarskog sistema i stabilnosti finansijskog sistema unutar EU i svake učestvujuće države članice.

- međunarodna i evropska saradnja

ECB održava poslovne odnose sa relevantnim institucijama, organima i forumima, i unutar EU i na svetskom nivou, vezano za poslove koji su povereni Evrosistemu.

Takođe, ECB ima i funkciju savetodavca odgovarajućim institucijama i telima EMU kao i nacionalnim autoritetima u relevantnoj oblasti.

Ugovor predviđa i obavljanje onih funkcija EMI koje su još uvek neophodne zato što sve EU članice nisu usvojile evro.

⁷¹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.en.html>.

4. STRATEGIJA I INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

4.1. STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Početak rada ECB je obeležila velika neizvesnost na nekoliko nivoa⁷²:

- neizvesnost oko stanja ekonomije država članica

Pre donošenja odluke, kreatori ekonomske politike, i to posebno centralna banka, moraju da steknu sveobuhvatan i pouzdan uvid u trenutne ekonomske uslove, što je izuzetno teško. Na primer, često su dostupni samo ograničeni podaci, i to nezadovoljavajućeg ili čak neprihvaljivog kvaliteta (situacija vezana za podatke na početku januara 1999. godine je bila vrlo zabrinjavajuća, uz postepeno poboljšanje tokom narednih godina). Pored toga, podaci su u određenoj meri veoma podložni kasnijoj reviziji. To važi i za mnogo jednostavnije podatke, a još više se odnosi na složene, sintetičke indikatorske varijable kao što su jaz output-a ili ravnoteža realne kamatne stope. To su podaci koji ne mogu direktno da se snimaju ili posmatraju, ali moraju da budu procenjeni korišćenjem modela. Procene za takve varijable često imaju velika odstupanja- u tom slučaju brojevi moraju da prođu značajnu reviziju, ponekad čak i godinama kasnije. U najboljem slučaju, takvi podaci su jedino pouzdani znatno kasnije, odnosno nisu dostupni u tom obliku u momentu kada se donose odluke u vezi politika. S obzirom na to, ako se monetarna politika oslanja na trenutno dostupne podatke, rizikuje se pravljenje ozbiljne greške. Prema tome, centralna banka mora da identifikuje prirodu, obim i učestalost potencijalnih ekonomskih šokova, što je izuzetno teško.

- neizvesnost vezana za strukturu i funkcionisanje ekonomije

Ova neizvesnost ima dva izvora. Kao prvo, postojala je neizvesnost oko toga koji modeli najbolje opisuju funkcionisanje ekonomije, i kakva je veza između varijabli modela. Kao drugo, postojala je i nesigurnost parametara - kakva je jačina i stabilnost strukturnih veza unutar modela. Priprema i ulazak država u EMU su podrazumevali velike strukturne promene za date države, i sa ulaskom u EMU te su se promene još intenzivirale.

- strateška neizvesnost vezana za interakciju monetarne politike ECB sa transaktorima

Očekivanja javnosti predstavljaju važan kanal transmisije monetarne politike. Međutim, nije moglo tačno da se utvrdi kako će da reaguju tržišta, investitori, štediše/potrošači na nestanak nacionalnih valuta i uvođenje evra. Strateška neizvesnost je zahtevala brzo usidravanje inflatornih očekivanja. Najbolji način da se to postigne jeste održavanje kontinuiteta politike uspešnih nacionalnih centralnih banaka, pre svega Bundesbanke.

ECB je u prvom broju Mesečnog biltena u januaru 1999. godine objavila svoju strategiju monetarne politike. U oktobru 1998. godine, Upravni savet je usvojio strategiju monetarne politike koja sadrži tri ključna elementa⁷³:

⁷² Issing, O., (2008), *The Birth of the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge. Str.: 80-82.

⁷³ Issing, O., (2006), »The ECB's Monetary Policy: Why Did We Choose a Two Pillar approach?«, 4th ECB Central Banking Conference: The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twentyfirst Century, Frankfurt, 10 November, www.ecb.int. Str.: 5.

1) kvantitativni cilj za nivo inflacije

ECB implicitno primenjuje varijantu strategije targetiranja inflacije, takozvano targetiranje inflatorne prognoze.

2) značajnu ulogu novca

Početni stav je da je inflacija monetarni fenomen, pa samim tim analiza monetarnih kretanja ima važnu ulogu u donošenju monetarnih odluka.

3) detaljnu analizu mogućeg kretanja cena u budućnosti i faktora koji na to utiču.

Monetarna politika je centralizovana i vodi je ECB čiji je primarni cilj cenovna stabilnost. Prema tome, umesto da ima za cilj aktivnu politiku zatvaranja distorzija koje nastaju kada su ekonomije jedinstvene monetarne zone u različitoj fazi privrednog ciklusa, ECB se koncentrisala na obezbeđivanje uslova (cenovnu stabilnost) koji će, kako se pretpostavlja, prirodno da vode ka punoj ekonomskoj aktivnosti i zaposlenosti. Strategija monetarne politike ECB pruža sveobuhvatan okvir u kome se donose odluke o odgovarajućem nivou kratkoročnih kamatnih stopa. Ona se zasniva na nekim opštim principima čiji je cilj da obezbede uspešno vođenje monetarne politike.

Strategija monetarne politike koju ECB primenjuje počiva na⁷⁴:

1) kvantitativnoj definiciji stabilnosti cena (*A Quantitative Definition of Price Stability*)

Prvi element strategije ECB je kvantitativna definicija stabilnosti cena. Iako je jasno istaknuto da je primarni cilj ECB održavanje stabilnosti cena u evrozoni, u Ugovoru iz Maastrichta nije precizno definisano šta se pod pojmom stabilnost cena zapravo podrazumeva. Zbog toga je, u oktobru 1998. godine, ECB donela jasnu kvantitativnu definiciju cenovne stabilnosti - kao godišnji rast Harmonizovanog indeksa potrošačkih cena (*Harmonised Index of Consumer Prices - HICP*) za evrozonu ispod 2%. Srednji rok je određen kao period u kojem ovaj cilj treba da se postigne. U 2003. godini, dalje je precizirana definicija cilja održavanja stabilnosti cena - kao održavanje stope inflacije ispod, ali blizu 2% u srednjem roku.

Ako inflacija pređe tu granicu, ECB će da interveniše, odnosno podigne kamatne stope⁷⁵. Problem sa logikom „jedna veličina odgovara svima“, je činjenica da ne uzima u obzir mogućnost da se inflacija razlikuje u državama evrozone, pa da smim tim ono što odgovara jednoj državi može da bude štetno za drugu. Prema tome, inflatorna politika može da doprinese produblivanju heterogenosti u evrozoni.

Iako Ugovor nije precizirao veličinu ciljne stope inflacije, ECB je smatrala da je potrebno da se obezbedi numerički reper kao garant visoke odgovornosti i čvrsto sidro za inflatorna očekivanja. Postoje tri osnovna razloga zbog kojih se ECB opredelila za ovakav pristup:

- kvantitativnim izražavanjem primarnog cilja se povećava transparentnost monetarne politike, i čini da okvir monetarne politike bude razumljiviji javnosti
- svim ekonomskim akterima se pruža precizno merilo za procenu uspešnosti, odnosno neuspešnosti, monetarnih vlasti
- na taj način se usmeravaju očekivanja ekonomskih subjekata o budućem kretanju inflacije, čime se olakšava vođenje monetarne politike.

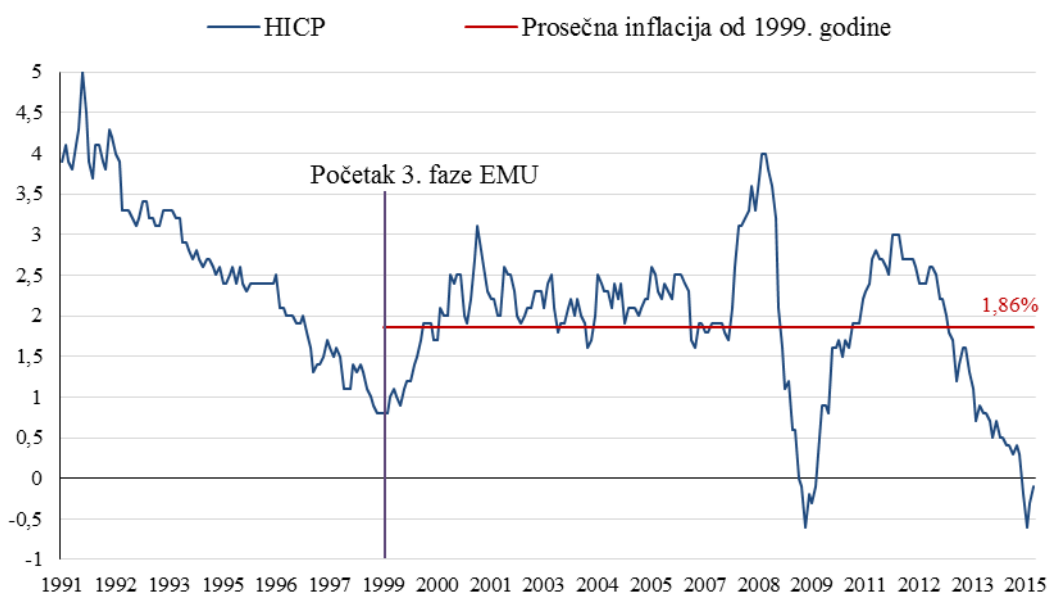
Ukoliko se pojave odstupanja od ciljne vrednosti inflacije, ECB je dužna da objasni razloge i način na koji namerava da povрати stabilnost cena u prihvatljivom roku.

⁷⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.

⁷⁵ Richter, F., Wahl, P., (2011), »The Role of the European Central Bank in the Financial Crisis and the Crisis of the Euro-Zone«, Report based on a WEED Expert Meeting, *World Economics, Environment and Development Association*, Berlin. Str.: 8.

Visok stepen transparentnosti pored toga što pomaže centralnoj banci da sprovodi svoj mandat efikasnije, takođe obezbeđuje njenu odgovornost prema javnosti. Cilj ispod, ali blizu 2%, znači da centralna banka vodi računa i o riziku deflacije, pa samim tim nastoji da obezbedi dovoljnu sigurnosnu marginu. ECB neće automatski da reaguje na osnovu numeričkog cilja za određeni period, već vodi računa i o izvoru i prirodi šokova koji pogađaju privredu.

HICP predstavlja ključnu meru kretanja cena u evrozoni, koju prati Eurostat, statističko odeljenje EU. HICP za celu oblast evra računa se kao ponderisani prosek nacionalnih harmonizovanih indeksa potrošačkih cena. Ponderi se računaju kao učešće troškova potrošnje domaćinstava date države u ukupnim troškovima potrošnje domaćinstava evrozona. Oni se ažuriraju na godišnjem nivou i računaju na osnovu nacionalnih statističkih podataka. Indeks se računa za sve države članice EMU.



Grafikon 18: Inflacija u evrozoni

*godišnja procentualna promena, nije sezonski prilagođena

Izvor: ECB, Statistical Data Warehouse.

Upravni Savet ECB mora da utiče na nivo kratkoročnih kamatnih stopa kako bi osigurao da će se stabilnost cena održati u srednjem roku. Da bi to uradio, Upravni savet mora da ispuni sledeće zadatke⁷⁶:

- da tumači ekonomska kretanja
- da analizira njihove implikacije za buduće rizike koji utiču na stabilnost cena
- da uzme u obzir koliko se njegove odluke vezane za politike prenose na ekonomiju.

ECB se konstantno suočava sa visokim stepenom neizvesnosti u pogledu⁷⁷:

- prirode i veličina ekonomskih šokova

U ekonomiji su stalno prisutni uglavnom nepredvidivi ekonomski šokovi, kao što su promena cena nafte ili tehnološke inovacije. To može da utiče na ekonomiju na

⁷⁶ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/princ/html/index.en.html>.

⁷⁷ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/princ/html/index.en.html>.

različite načine. Odgovarajuća monetarna politika za održavanje stabilnosti cena zavisi od okolnosti. Na primer, odgovarajući odgovor monetarne politike na povećanje cene nafte će se razlikovati od onog koji se zahteva u slučaju smanjenja tražnje. Takođe, još jedan drugačiji odgovor će biti potreban u zavisnosti od toga da li se očekuje da će rast cena nafte biti privremen ili dugotrajan.

- postojanja i jačine odnosa koji povezuju makroekonomske varijable mehanizma transmisije monetarne politike
- mehanizma transmisije mera monetarne politike na ekonomiju.
- očuvanje funkcionisanja mehanizma transmisije

Kako bi se izborila sa navedenim neizvesnostima, ciljevi strategije ECB su⁷⁸:
Pravilno funkcionisanje tržišta novca je od ključnog značaja za prenos mera politike ECB. Nefunkcionalna tržišta novca mogu da oslabe sposobnost monetarne politike da utiče na izgleda za stabilnost cena kroz prilagođavanje kamatnih stopa. Velika finansijska kriza je pokazala da redovan prenos monetarne politike može da bude otežan kada dođe do ogromnih finansijskih turbulencija. Da bi se održao potpuno funkcionalan mehanizam transmisije i da bi se osiguralo održavanje stabilnosti cena u srednjem roku, centralna banka će možda morati da uvede nestandardne mere politike, odnosno intervencije vezane za likvidnost, u cilju olakšanja prenosa politike kamatnih stopa i poboljšanja kreditnih tokova ka široj ekonomiji.

- pogled unapred

S obzirom na prisustvo kašnjenja u procesu transmisije, akcije koje centralna banka danas preduzme daće svoje efekte u budućnosti nakon nekoliko kvartala ili godina, i zato je neophodno da se prilikom donošenja odluka vodi računa o tome kakva će biti situacija u budućnosti.

- fokus na srednjem roku

Fokus monetarne politike je na srednjem roku, kratkoročni zaokreti u primeni mera nisu poželjni jer mogu da povećaju volatilnost output-a.

- čvrsto usidranje inflatornih očekivanja

Monetarna politika je značajno efikasnija ukoliko usidri inflatorna očekivanja. Da bi to postigla, ECB objavljuje inflatorni cilj, monetarnu politiku sprovodi na konzistentan i sistematičan način i jasno komunicira svoje odluke i akcije.

- razmatranje velikog broja različitih pokazatelja

ECB se suočava sa značajnim stepenom neizvesnosti o pouzdanosti ekonomskih pokazatelja, strukturi ekonomije evrozona i mehanizmu transmisije monetarne politike. Vođenje uspešne monetarne politike podrazumeva da se proces odlučivanja zasniva na analizi velikog broja različitih pokazatelja, i da se koriste različiti pristupi i modeli kako bi se razumeli faktori koji utiču na ekonomski razvoj.

- 2) dva postulata analize rizika koji utiču na stabilnost cena (*A Two-Pillar Approach to the Analysis of the Risks to Price Stability*)

Da bi najbolje postigla svoj cilj održavanja stabilnosti cena, ECB, kao i svaka druga centralna banka, mora temeljno da analizira ekonomska kretanja. Strategija ECB prilikom organizovanja, procene i unakrsne provere informacija koje su relevantne za procenu rizika koji utiču na stabilnost cena, se zasniva na dve analitičke perspektive. Ta dva stuba nude komplementarne analitičke okvire da bi se podržala sveukupna cenovna stabilnost. Oni čine osnovu ocene Upravnog saveta o rizicima koji utiču na stabilnost cena i njihovim odlukama vezanim za monetarnu politiku. Ovakav

⁷⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/princ/html/index.en.html>.

sveobuhvatni pristup treba da obezbedi da se prilikom donošenja odluka uzmu u obzir sve informacije koje su relevantne za procenu rizika monetarne stabilnosti. U ta dva postulata spadaju:

1) ekonomska analiza

Ekonomska analiza proučava kratkoročne i srednjoročne determinante kretanja cena, fokusira se, pre svega, na realnu aktivnost i finansijsko tržište. Zasniva se na stanovištu da promene cena prvenstveno zavise od odnosa ponude i tražnje na tržištu roba, usluga i faktora proizvodnje.

ECB redovno analizira različite varijable, na osnovu kojih procenjuje dinamiku realne aktivnosti i moguće kretanje cena⁷⁹:

- kretanje i determinante output-a
- uslove i karakteristike na tržištu kapitala i rada
- različite pokazatelje cena i troškova
- fiskalnu politiku
- bilansnu poziciju sektora privrede evrozone
- agregatnu tražnju i njene komponente
- kretanje i determinante deviznih kurseva
- situaciju u svetskoj privredi i platne bilanse
- finansijska tržišta.

Ekonomska analiza ispituje prirodu šokova koji pogađaju ekonomiju, njihove efekte na troškove i cene, i njihovo moguće širenje u kratkom i srednjem roku kroz ekonomiju⁸⁰. Da bi Upravni savet doneo pravu odluku, mora da razume situaciju u privredi, kao i specifičnu prirodu i veličinu ekonomskih poremećaja koji mogu da ugroze stabilnost cena. Takođe, mora jasno da se precizira šta je uzrok, a šta posledica. Na primer, adekvatan odgovor monetarne politike na inflatorno povećanje cena zbog privremenog rasta međunarodnih cena nafte, razlikovaće se od reagovanja na povećanje potrošačkih cena koje dovodi do povećanja zarada, koje nije u skladu sa rastom produktivnosti. U prvom slučaju šokovi neće da prouzrokuju veća inflatorna očekivanja, pa samim tim neće ni da dođe do ugrožavanja stabilnosti cena u srednjem roku, dok u drugom slučaju postoji opasnost da rast nadnica pokrene inflatornu spiralu, pa reagovanje monetarne politike mora da bude oštrije.

Na osnovu podataka o kretanju output-a, tražnje, uslovima na tržištu rada, fiskalnoj politici i platnim bilansima u evrozoni, procenjuju se kretanja agregatne ponude i tražnje kao i stepen iskorišćenosti kapaciteta⁸¹. Kretanja na finansijskom tržištu i cene aktive se analiziraju zato što mogu da prouzrokuju promene nivoa cena, a na osnovu njih se dobijaju informacije o očekivanjima tržišnih transaktora i o inflatornim očekivanjima. Na cene aktive utiču očekivanja o budućoj situaciji na tržištu (inflaciji, kamatnim stopama, monetarnoj politici i drugom), pa na osnovu njihove analize mogu da se identifikuju šokovi koji trenutno pogađaju privredu, kao i promene u očekivanjima transaktora. Fluktuacije deviznog kursa imaju direktan efekat na monetarnu stabilnost, zato što izazivaju promene cena uvoznih proizvoda, i utiču na cenovnu konkurentnost domaćih proizvoda u inostranstvu.

⁷⁹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/index.en.html>.

⁸⁰ European Central Bank, (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 71.

⁸¹ European Central Bank, (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 72-75.

Makroekonomske projekcije imaju važnu ulogu u ekonomskoj analizi. Različiti analitički i empirijski modeli su razvijeni, koji treba da omoguće bolju procenu i razumevanje prošlih i tekućih događaja. Projekcije omogućavaju strukturisanje i sintezu velikog broja ekonomskih podataka i obezbeđuju konzistentnost analize, iako postoje različiti izvori ekonomskih podataka. Njihova uloga je posebno važna kod analize scenarija mogućih situacija u ekonomiji i kratkoročnih i srednjoročnih oscilacija inflacije oko trenda.

Međutim, projekcije nisu najtačnije predviđanje u budućnosti, posebno u dužim rokovima. Projekcije imaju važnu ulogu, ali imaju i svoja ograničenja⁸²:

- konačna projekcija zavisi u velikoj meri od konceptualnih okvira i tehničkih karakteristika

Dešava se da projekcije uprošćavaju realnost i da mogu da zanemare ključne probleme koji su relevantni za monetarnu politiku.

- ekonomske projekcije mogu da obezbede nepotpun opis stanja ekonomije, a da pri tome ne obuhvate sve relevantne informacije

Na primer, važne informacije o monetarnim indikatorima se ne koriste za pravljenje projekcija, ili ako se koriste, može da se desi da posle projekcija budu promenjene a projekcije da postanu beskorisne.

- stručna mišljenja eksperata su neizbežno uključena u projekcije, i mogu da se razlikuju od konkretnih podataka
- projekcije su uvek bazirane na specifičnim pretpostavkama, kao na primer ceni nafte i deviznom kursu, koje lako mogu da dovedu do neslaganja i brzih promena, i utiču na to da projekcije postanu neupotrebljive.

Prema tome, zbog navedenih ograničenja Upravni savet ECB koristi makroekonomske projekcije zajedno sa mnogim drugim izvorima informacija i formama analize, prvenstveno sa monetarnom analizom i analizama finansijskih cena, individualnih indikatora i prognozama drugih institucija.

2) monetarna analiza

Monetarna analiza posmatra odnos novca i cena u dugom roku. Ona služi za unakrsnu proveru uticaja faktora, koje je identifikovala ekonomska analiza, na monetarnu politiku u srednjem i dugom roku. Ona se sastoji od detaljne analize monetarnih i kreditnih kretanja u cilju procene njihovog uticaja na kasniju inflaciju i ekonomski rast. ECB vrši monetarnu analizu primenom širokog spektra alata i instrumenata koji se kontinuirano usavršavaju i proširuju. Važnost monetarne analize potiče od shvatanja da su u srednjem i dugom roku monetarni rast i stopa inflacije direktno povezani. U skladu sa tim, pridavanje velikog značaja kretanju novca u strategiji monetarne politike ECB takođe naglašava njen srednjoročni fokus. Istaknuta uloga novca proistekla je objavljivanjem referentne vrednosti stope rasta najšireg monetarnog agregata M3. To je stopa za koju se smatra da omogućava cenovnu stabilnost u srednjem roku. Izbor agregata M3 je zasnovan na potrebi za kontrolom količine novca u opticaju, imajući u vidu da su brojne empirijske studije potvrdile da ovaj monetarni agregat poseduje sve željene karakteristike kontrole novčane mase i da je u srazmeri sa nivoom cena. M3 služi kao reper u analizi informacija o monetarnim kretanjima u evrozoni. Monetarna politika ne reaguje automatski na odstupanja rasta ovog agregata u odnosu na referentnu vrednost, nego je bitno da se utvrdi uzrok tog

⁸² European Central Bank, (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 77.

odstupanja i na koji način ovakvi faktori modifikuju tražnju novca. Okvir monetarne analize počiva na poznavanju institucionalnih karakteristika finansijskog i monetarnog sektora. Mali modeli tražnje i modeli monetarnih indikatora su razvijeni, na osnovu kojih se izvode zaključci o monetarnim uslovima u evrozoni.

Na osnovu razmatranja i empirijskih studija, i u skladu sa međunarodnom praksom, Evrosistem je definisao sledeće monetarne agregate: novčanu masu, odnosno uski agregat (*Narrow Money*) - M1, likvidna sredstva, odnosno srednji agregat (*Intermediate Money*) - M2 i ukupna likvidna sredstva, odnosno široki monetarni agregat (*Broad Money*) - M3⁸³. Ovi agregati se razlikuju u pogledu stepena likvidnosti (potvrđeno na osnovu kriterijuma prenosa, konvertibilnosti, sigurnosti cena i utrživosti) sredstava koje obuhvataju.

Tabela 5: Definicije monetarnih agregata u evrozoni

Obaveze	M1	M2	M3
Gotov novac u opticaju	X	X	X
Prekonoćni depoziti	X	X	X
Depoziti sa rokom dospeća do 2 godine		X	X
Depoziti koji mogu da se povuku sa računa u roku do 3 meseca		X	X
Repo aranžmani			X
Akcije fondova tržišta novca			X
Dužničke hartije od vrednosti sa rokom dospeća do 2 godine			X

Izvor: ECB.

Monetarna analiza podrazumeva procenu likvidnosti na osnovu informacija iz bilansa monetarnih finansijskih institucija, kao i na osnovu strukture i komponenti rasta M3. Razumevanje međuzavisnosti kretanja M3 i njegovih komponenti, pomaže u prosuđivanju karaktera promena monetarnog rasta, da li se radi o portfolio prilagođavanju i da li će te promene uticati na stabilnost cena. Takođe, odstupanja stope rasta novčane mase i kredita od trendne mogu da ukažu na stvaranje finansijskih neravnoteža i cenovnih mehurova sa potencijalnim destabilizujućim posledicama u privredi, kao i na cene u srednjem roku.

Rast agregata M3 ima važnu ulogu u donošenju odluka. Pri formulisanju monetarne politike, cilj stabilnosti cena ima prednost u odnosu na stopu realnog rasta ili stopu nezaposlenosti. Stav zvaničnika ECB je da najveći doprinos centralne banke maksimizaciji stope održivog rasta predstavlja obezbeđenje stabilnosti cena.

Upravni savet ECB je u decembru 1998. godine odredio referentnu vrednost za rast M3 od 4,5% godišnje, kao vrednost koja je konzistentna sa definicijom cenovne stabilnosti ECB. Do datog iznosa se došlo na sledeći način. Pošlo se od jednačine

⁸³ European Central Bank, (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 50.

kvantitativne teorije, koja može da se napiše (u drugom linearnom obliku na sledeći način)⁸⁴:

$$M + V = P + Y$$

gde su: M – novčani stok (prosečna ponuda novca u datoj godini), V – brzina opticaja novca, P – nivo cena, Y – realni BDP, sve u logaritmima.

Posle sređivanja jednačine, proizlazi:

$$\Delta M = \Delta P + \Delta Y + \Delta V$$

gde je Δ promena od 1 do 2 godine. Pošto se uzimaju promene logaritama, trebalo bi da se interpretiraju kao stope rasta. Prema tome, jednačina može da se tumači kao stopa rasta novčanog stoka koji je dosledan posebnom cilju inflacije, uz datu stopu rasta BDP i brzine opticaja novca.

ECB pravi prognozu budućeg trenda rasta realnog BDP (ΔY). U mesečnom izveštaju iz januara 1999. godine, procena je da bi rast BDP, u srednjem roku, bio približno 2% godišnje, kao i da ova brzina ima trend pada od blizu 0,5% godišnje, odnosno $\Delta V = -0,5\%$. Kada su ova dva broja fiksirana, ECB nalazi stopu rasta monetarnog stoka koja je dosledna inflacionom cilju koji je najviše 2%. U skladu sa tim, novčani stok ne bi trebalo da raste više od 4,5% godišnje, i ECB kao definiciju relevantnog novčanog stoka bira M3.

Ovu proceduru je nekad primenjivala i Bundesbanka, ali drugačije sročenu. Stav ECB je da iznos od 4,5% novčanog stoka ne predstavlja cilj u smislu da odstupanja moraju da budu korigovana, nego devijacije od te vrednosti zahtevaju detaljniju analizu uzroka promena i rizika za cenovnu stabilnost. ECB će odstupanje između aktuelnog rasta novca i ciljne vrednosti da interpretira fleksibilno, i u skladu sa tim ako aktuelni rast u M3 premaši 4,5%, ECB može (ili ne mora) da preuzme akcije za smanjenje stope rasta M3 (na primer preko povećanja kratkoročnih kamatnih stopa).

Na strategiju ECB velikim delom je uticala strategija Bundesbanke, koja je bila pod uticajem monetarističkog shvatanja Milтона Fridmana da „inflacija je svuda i uvek monetarni fenomen“. Iz tog razloga je novcu data važna uloga u monetarnoj strategiji⁸⁵. Ipak je zapanjujuće što je ECB danas jedina centralna banka u industrijskom svetu koja ovoliki značaj daje novcu u formulaciji svoje strategije monetarne politike⁸⁶. Sve ostale centralne banke su, s razlogom, napustile ovaj pristup. Postoji dosta dokaza da su u niskoinflatornom okruženju u svetu čestih finansijskih inovacija brojke o novčanoj ponudi vrlo nepouzdan signal buduće inflacije. Davanje velike važnosti novcu može da utiče na centralnu banku da načini pogrešan potez. ECB je svesna ovog problema. Od 1999. godine stopa rasta novca (M3) znatno je odstupala od planirane, što je prouzrokovalo da je ECB morala da zanemari ponudu novca, najvećim delom vremena. Prema tome, ECB najavljuje cilj za rast novca, ali ona zapravo ne uzima taj cilj u obzir kada donosi odluke. Na taj način, ona daje signale o svojim namerama koje zatim ne uspeva da ostvari, što ugrožava njen kredibilitet.

⁸⁴ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 297-298.

⁸⁵ Issing, O., (2008), *The Birth of the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge. Str.: 105.

⁸⁶ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 310, 312.



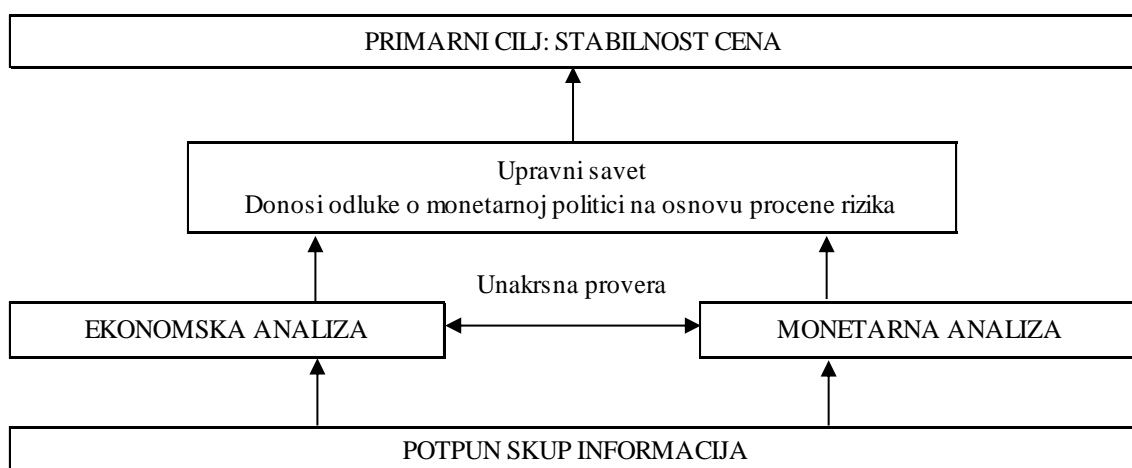
Grafikon 19: Monetarni agregat M3 u evrozoni (godišnja stopa rasta)

Izvor: ECB, Statistical Data Warehouse.

Komunikacija strategije koja počiva na dva stuba, može da pošalje zbunjujuće signale o relativnoj ulozi i značaju različitih elemenata te strategije⁸⁷. Na početku rada ECB, vladalo je mišljenje da monetarni stub ima dominantnu ulogu u donošenju odluka i da odstupanja rasta M3 od referentne vrednosti u normalnim uslovima ukazuju na rizik cenovne nestabilnosti. S obzirom na to da je rast ovog agregata skoro sve vreme prelazio utvrđenih 4,5%, kasnije je ta izjava ublažena i objavljeno je da je to znak da je neophodno da se uradi detaljnija monetarna analiza od prostog poređenja stope rasta M3 i inflacije. Vremenom je postajalo sve teže da se objasne uzroci sve većih odstupanja od referentne stope, pa se došlo do zaključka da je to samo jedan element sveobuhvatne monetarne analize.

Upravni savet ECB na kraju donosi svoje odluke na osnovu sveobuhvatne procene ekonomske situacije i rizika koji utiču na stabilnost cena. Pristup dva postulata obezbeđuje unakrsnu proveru indikacija koje proističu iz kratkoročne ekonomske analize sa onima iz dugoročne monetarne analize. Ta unakrsna provera obezbeđuje da monetarna politika ne previdi važne informacije koje su relevantne za procenu budućih trendova cena.

⁸⁷ Jaeger, (2002), »The ECB's Monetary Pillar: An Assessment«, IMF Working Paper, WP/03/82, www.imf.org. Str.: 5.



Grafikon 20: Stabilizaciona strategija monetarne politike ECB

Izvor: ECB.

Strategija ECB podrazumeva da se ogromna količina dolaznih podataka podeli na dva kanala i da se analizira primenom adekvatnih metoda u oba slučaja⁸⁸. Kao što je prikazano na prethodnom grafikonu, strategija dva postulata pruža okvir u kojem se dve grupe informacija pre svega proveravaju i procenjuju u odvojenim stubovima, pre nego što se na kraju porede, i ako je potrebno procenjuju, jedna u odnosu na drugu. Kulminacija unakrsne provere je procena koja uzima u obzir sve relevantne informacije i istovremeno ih pravilno ocenjuje u smislu njihovog relativnog značaja i različitih vremenskih dimenzija.

Ovaj postupak ispunjava dva uslova za postizanje stabilizacione monetarne politike. S jedne strane, omogućava da se uzmu u obzir poreklo, veličina i karakter šokova, što je izuzetno zahtevan i težak zadatak. Ali, s druge strane, veoma je važno da centralna banka, u svetu neizvesnosti, stalnih promena i velike volatilnosti mnogih podataka, ne izgubi usmerenost ka svom cilju. Tako da je monetarna analiza pogodno sidro za dugoročnu usmerenost ka stabilnosti cena. Prema tome, ovaj pristup smanjuje rizik od grešaka u monetarnoj politici, koje mogu da nastanu zbog preteranog oslanjanja na jedan indikator, prognozu ili model.

U cilju efikasnije strategije monetarne politike, neophodna je transparentnost monetarne strategije, odnosno što jednostavnije informacije, kako bi ih javnost najbolje razumela. Takođe, bilo koji vid komunikacije između ECB i javnosti mora da naglasi činjenicu da monetarna politika u evrozoni deluje u kompleksnom, nesigurnom i evoluirajućem okruženju. Usmerenost na srednjeročne ciljeve je postao deo strategije mnogih centralnih banaka.

4.2. INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

U januaru 1997. godine EMI je objavio konceptualni okvir grupe instrumenata monetarne politike za Evrosistem. Danas, uz izvesne modifikacije, ECB ima na

⁸⁸ Issing, O., (2008), *The Birth of the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge. Str.: 112-113.

raspolaganju širok izbor instrumenata. Upravni savet ECB je svojim odlukama odredio instrumente monetarne politike koje ECB i Evrosistem koriste u praksi, kao i uslove njihove primene.

ECB za ostvarivanje svojih ciljeva primenjuje tri grupe instrumenata monetarne politike⁸⁹:

1) operacije na otvorenom tržištu (*Open Market Operations - OMO*)

One predstavljaju najvažniji instrument monetarne politike ECB, kojim se upravlja kamatnim stopama, pozicijom likvidnosti i signalizira stav monetarne politike. OMO inicira ECB koja odlučuje koje će instrumente da koristi i pod kojim uslovima. Mogu da se izvršavaju na bazi standardnih tendera, brzih tendera i bilateralnih procedura.

Postoji pet tipova instrumenata koje Evrosistem koristi za upravljanje operacijama na otvorenom tržištu⁹⁰:

- obrnute (reverzne) transakcije (*Reverse Transactions*)

One su glavni instrument operacija na otvorenom tržištu u Evrosistemu, kojim Evrosistem kupuje ili prodaje odgovarajuće hartije od vrednosti na bazi repo aranžmana ili odobrava kolateralizovane zajmove. Sprovode se kao diskontne transakcije (kamata se formira kao razlika između kupovne i prodajne cene, odnosno cena repo aranžmana sadrži i odgovarajuću kamatu). One se koriste za glavne operacije refinansiranja, dugoročne operacije refinansiranja, operacije finog podešavanja i strukturne operacije.

- trajne transakcije (*Outright Transactions*)

To su operacije u kojima Evrosistem kupuje ili prodaje određene hartije od vrednosti na tržištu. Takve operacije se izvršavaju samo u strukturne svrhe. Vlasništvo se trajno transferiše na kupca, bez mogućnosti rekupovine. Glavne operativne karakteristike podrazumevaju sledeće: mogu da imaju za cilj i obezbeđenje likvidnosti i povlačenje likvidnosti; učestalost izvršavanja ovih operacija nije standardizovana; izvršavaju se kroz bilateralne procedure; u normalnim okolnostima se izvršavaju na decentralizovan način od strane NCB, ali Upravni savet može da odluči da u izuzetnim okolnostima ECB može da sprovede trajne transakcije; nema ograničenja u pogledu opsega finansijskih institucija koje mogu da učestvuju u transakcijama; samo se tržišne hartije od vrednosti koriste kao kolateral.

- emisija dužničkih sertifikata (*Issuance of Debt Certificates*)

ECB obavlja emisiju dužničkih sertifikata kako bi kreirala ili povukla likvidnost sa tržišta. To su diskontne hartije od vrednosti. ECB ne ograničava transferabilnost ovih sertifikata. Koriste se samo u strukturnim operacijama sa ciljem apsorbovanja viška likvidnosti.

Iznos emisije se određuje primenom sledeće formule⁹¹:

$$P_T = N \times \frac{1}{1 + \frac{r_1 \times D}{36.000}}$$

⁸⁹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>.

⁹⁰ European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 19-26.

⁹¹ European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 23.

gde su: N- nominalna vrednost dužničkog sertifikata ECB, r_1 - kamatna stopa (u %), D- rok dospeća dužničkog sertifikata ECB (u danima), P_T - ukupan iznos emisije dužničkog sertifikata ECB.

Glavne operativne karakteristike emitovanih dužničkih sertifikata podrazumevaju sledeće: sertifikati se emituju sa ciljem povlačenja likvidnosti sa tržišta; mogu da se izdaju redovno ili neredovno; rok dospeća je kraći od 12 meseci; izdaju se kroz standardne tendere; ponude za upis sertifikata mogu da podnesu sve finansijske institucije koje zadovoljavaju opšte kriterijume.

- devizni svopovi (*Foreign Exchange Swaps*)

Oni podrazumevaju istovremene spot i forvard transakcije u evrima u odnosu na druge valute. Koriste se uglavnom za fino podešavanje likvidnosti i tržišnih kamatnih stopa. Evrosistem sprovodi ove operacije isključivo sa izuzetno konvertibilnim i stabilnim valutama. U svakoj operaciji deviznih svopova, Evrosistem i učesnici utvrđuju svop poene. Svop poeni predstavljaju razliku deviznog kursa forvard transakcije i deviznog kursa spot transakcije.

Svop poeni se izračunavaju po formuli⁹²:

$$\Delta_M = F_M - S$$

pri čemu je:

$$F_M = \frac{Y \times ABC}{1 \times EUR}$$

$$S = \frac{X \times ABC}{1 \times EUR}$$

gde su: F_M - devizni kurs forvard transakcije između evra i strane value ABC, S – devizni kurs spot transakcije između evra i strane valute ABC.

Glavne operativne karakteristike podrazumevaju sledeće: mogu da se koriste i za povećanje i za povlačenje likvidnosti; rok dospeća i frekvencija nisu standardizovani; izvršavaju se kroz brze tendere ili bilateralne procedure; u normalnim okolnostima se izvršavaju na decentralizovan način od strane nacionalnih centralnih banaka, ali Upravni savet može da odluči da u izuzetnim okolnostima ECB može da sprovede bilateralne devizne svopove; Evrosistem može da ograniči broj finansijskih institucija koje učestvuju u ovim operacijama.

- oročeni depoziti sa fiksnim rokovima dospeća (*Fixed-Term Deposits*).

Evrosistem može da pozove finansijske institucije da oroče depozite sa fiksnim rokovima dospeća u NCB. Ovo su operacije finog podešavanja sa ciljem apsorbovanja likvidnosti sa tržišta. Kamatna stopa je fiksna, i plaća se po isteku utvrđenog roka dospeća, a NCB ne daje kolateral za depozite. Glavne operativne karakteristike podrazumevaju sledeće: depoziti se prikupljaju u cilju apsorbovanja likvidnosti; rok dospeća i frekvencija prikupljanja depozita nisu standardizovani; uglavnom se prikupljanje depozita izvršava kroz brze tendere, ali postoji mogućnost korišćenja i bilateralnih procedura; u normalnim okolnostima se izvršavaju na decentralizovan način

⁹² European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 25.

od strane NCB, ali Upravni savet može da odluči da u izuzetnim okolnostima ECB može da sprovede prikupljanje oročenih depozita; Evrosistem može da ograniči broj finansijskih institucija koje učestvuju u ovim operacijama.

U zavisnosti od cilja, redovnosti i procedura, operacije na otvorenom tržištu koje sprovodi ECB mogu da se svrstaju u četiri kategorije⁹³:

- glavne operacije refinansiranja (*Main Refinancing Operations - MRO*)

To su najvažnije operacije na otvorenom tržištu, imaju ključnu ulogu u usmeravanju kamatnih stopa, upravljanju likvidnošću i signaliziranju stava monetarne politike. Takođe, obezbeđuju likvidnost čitavog finansijskog sistema. Glavne operative karakteristike podrazumevaju sledeće: to su obrnute operacije čiji je cilj obezbeđenje likvidnosti; sprovode se regularno svake nedelje, sa rokom dospeća od nedelju dana; NCB ih sprovode decentralizovano, kroz standardne tendere; sve finansijske institucije koje ispunjavaju propisane kriterijume mogu da podnesu svoje ponude; kao kolateral se koriste određene tržišne i netržišne hartije od vrednosti.

- dugoročne operacije refinansiranja (*Longer-Term Refinancing Operations - LTRO*)

One imaju rok dospeća od tri meseca i sprovode se sa ciljem obezbeđenja dodatnog dugoročnog refinansiranja finansijskog sektora. ECB prihvata kamatnu stopu koja se formira na tržištu. Obično se izvršavaju u formi tendera sa varijabilnim kamatnim stopama, a povremeno ECB ukazuje na obim koji će biti dodeljen u narednim tenderima. U izuzetnim situacijama, tenderi mogu da budu i sa fiksnom stopom. Glavne operative karakteristike podrazumevaju sledeće: to su obrnute operacije sa ciljem obezbeđenja likvidnosti; imaju rok dospeća od tri meseca, i sprovode se svakog meseca; izvršavaju se na decentralizovani način od strane NCB, kroz standardne tendere; sve finansijske institucije koje ispunjavaju propisane kriterijume mogu da podnesu ponude; određene su tržišne i netržišne hartije od vrednosti koje se prihvataju kao kolateral.

- operacije finog podešavanja (*Fine-Tuning Operations*)

Njihov cilj je upravljanje likvidnošću na tržištu kao i upravljanje kamatnim stopama, kako bi se smanjile oscilacije kamata zbog neočekivanih promena likvidnosti na tržištu. Operacije finog podešavanja se najčešće sprovode primenom obrnutih transakcija, kao i deviznih svopova ili oročenih depozita. Mogu da se sprovode poslednjeg dana obračunskog perioda obaveznih rezervi u borbi protiv neravnoteža u likvidnosti, koje mogu da se pojave od poslednjih glavnih operacija refinansiranja. Postoji velika fleksibilnost u izboru procedura izvršavanja i drugih operativnih karakteristika, s obzirom da neočekivane promene na tržištu mogu da zahtevaju hitnu reakciju centralne banke. Glavne operative karakteristike podrazumevaju sledeće: ove operacije mogu da služe i za povlačenje i za ubrizgavanje likvidnosti; rok dospeća i frekvencija nisu standardizovani; za obezbeđenje likvidnosti se koriste brzi tenderi, ali su moguće i bilateralne procedure; u normalnim okolnostima se izvršavaju na decentralizovan način od strane NCB, ali Upravni savet može da odluči da u izuzetnim okolnostima ECB može da sprovede bilateralne operacije finog podešavanja; Evrosistem može da ograniči broj finansijskih institucija koje učestvuju u ovim operacijama; kao kolateral koriste se određene tržišne i netržišne hartije od vrednosti.

- strukturne operacije (*Structural Operations*)

⁹³ European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 19-22.

Evrosistem može da ih sprovede primenom obrnutih transakcija, trajnih transakcija ili emisijom dužničkih sertifikata. Sprovode se sa ciljem prilagođavanja strukturne pozicije Evrosistema prema finansijskom sektoru. Strukturne operacije koje se sprovode primenom obrnutih transakcija i emisijom dužničkih sertifikata se izvršavaju kroz standardne tendere, dok se one koje se sprovode primenom trajnih transakcija obično izvršavaju kroz bilateralne procedure. Glavne operative karakteristike obrnutih strukturnih transakcija podrazumevaju sledeće: to su operacije obezbeđenja likvidnosti; frekvencija sprovođenja može i ne mora da bude regularna; rok dospeća nije unapred određen; izvršavaju se kroz standardne tendere, od strane NCB; ponude mogu da podnesu sve finansijske institucije koje ispunjavaju određene kriterijume; kao kolateral se koriste odgovarajuće tržišne i netržišne hartije od vrednosti.

2) stalne olakšice (*Standing Facilities*)

Cilj stalnih olakšice je obezbeđenje ili apsorbovanje prekonocne likvidnosti, signaliziranje stava monetarne politike i ograničavanje kretanja prekonocnih kamatnih stopa. Izvršavaju se na decentralizovani način, od strane NCB. U njih spadaju⁹⁴:

- marginalni kreditni aranžmani (kreditne olakšice) (*Marginal Lending Facility*)

Oni predstavljaju instrument koji omogućava finansijskim institucijama da od ECB pozajme prekonocna sredstva po određenoj kamatnoj stopi, na bazi odgovarajućih hartija od vrednosti. Formirana kamata, u normalnim uslovima, predstavlja plafon kretanja prekonocnih kamata. Centralna banka, preko ovog aranžmana obezbeđuje likvidnost u formi prekonocnih repo aranžmana ili u formi kolateralizovanih kredita. Ovaj aranžman mogu da koriste sve finansijske institucije koje zadovoljavaju propisane uslove, samo u danima kada radi TARGET2 (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*), platni sistem u EMU, kojim upravlja ECB. Na kraju radnog dana, dužnička pozicija finansijske institucije na obračunskom računu u NCB se automatski smatra zahtevom za marginalnim kreditnim aranžmanom. Finansijska institucija takođe može da pošalje zahtev odgovarajućoj NCB u kojem navodi iznos koji traži i hartije od vrednosti koje će služiti kao kolateral, ukoliko one već nisu deponovane u NCB. Nema ograničenja na traženi iznos kredita. Kredit se vraća na otvaranju narednog radnog dana zajedno sa pripadajućom kamatom. Marginalni kreditni aranžmani se odobravaju u skladu sa ciljevima i opštim karakteristikama monetarne politike ECB. ECB zadržava pravo da u svakom trenutku promeni uslove ili suspenduje kreditna sredstva.

- depozitne olakšice (*Deposit Facility*)

One predstavljaju mogućnost finansijskih institucija da deponuju prekonocna sredstva u centralnu banku. Na ove depozite dobijaju utvrđenu fiksnu kamatu koja u normalnim uslovima, predstavlja donju granicu kretanja prekonocnih kamata na tržištu. Uslovi odobravanja depozitnih olakšica su identični za celu evrozonu. Ne postoji kolateral. Depozitne olakšice se odobravaju preko NCB, u državama članicama gde su te institucije osnovane. Finansijska institucija može da uputi zahtev NCB samo u danima kada TARGET2 radi, u propisanim terminima, u kojem navodi iznos. Nema ograničenja za deponovanu sumu. Novac se povlači sledećeg radnog dana na otvaranju TARGET2 sistema, zajedno sa pripadajućom kamatom. Depozitne olakšice se odobravaju u skladu sa ciljevima i opštim karakteristikama monetarne politike ECB, i ECB zadržava pravo da u svakom trenutku promeni uslove ili suspenduje.

⁹⁴ European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 27-30.

3) obavezne rezerve (*Minimum Reserves*).

Obavezna rezerva može da se definiše kao obaveza banaka i štednih institucija da, u zavisnosti od visine raspoloživih depozita, izdvajaju određeni iznos sredstava na račun kod centralne banke. U evrozoni je od kreditnih institucija zahtevano da drže određeni iznos sredstava na računima kod ECB. ECB objavljuje listu kreditnih institucija koje su obavezne da izdvajaju rezerve.

Cilj obaveznih rezervi, kao instrumenta monetarne politike ECB, je⁹⁵:

- stabilizacija kamatnih stopa na novčanom tržištu

ECB koristi obavezne rezerve kao instrument „peglanja“ kratkoročnih kamatnih stopa⁹⁶. To postiže tako što izračunava minimalnu obaveznu rezervu kao mesečni prosek dnevnih koeficijenata rezerve. To daje bankama motiv da „ispeglaju“ posledice privremenih fluktuacija u likvidnosti.

Preko manipulisanja obaveznom rezervom, ECB može da deluje na uslove tržišta novca. Povećanje stope obavezne rezerve uslovljava sniženje rezervi depozita i time utiče na nedostatak likvidnosti, što u krajnjoj liniji uslovljava smanjenje ponude novca.

- stvaranje ili povlačenje likvidnosti

Obavezne rezerve imaju za cilj da obezbede strukturne potrebe za refinansiranjem NCB u evrozoni od strane ECB.

U politici obaveznih rezervi, ECB vodi računa da ne uzrokuje proces dezintermedijacije i da ne utiče na alokaciju resursa. Obavezi izdvajanja obavezne rezerve, podležu institucije koje su osnovane u državama članicama EMU, kao i institucije koje nemaju registrovane filijale u EMU. Filijale u državama članicama izvan EMU, institucija koje su osnovane u EMU, ne podležu izdvajanju obavezne rezerve.

Osnova za obračun obaveznih rezervi se utvrđuje na osnovu bilansnih podataka koje su finansijske institucije dužne da dostavljaju NCB. Bilansni podaci za kraj datog kalendarskog meseca se koriste u obračunu rezerve za obračunski period koji počinje dva kalendarska meseca kasnije. Određene manje finansijske institucije su dužne da dostavljaju samo ograničene podatke, i kod njih se koriste kvartalni podaci za obračunski period koji počinje nakon dva meseca i traje tri meseca.

Osnovu za utvrđivanje obaveznih rezervi čine bilansne i vanbilansne obaveze. Pozitivan racio rezervi primenjuje se na pozicije depozita - prekononočne depozite, depozite sa rokom dospeća do maksimalno dve godine i depozite koji mogu da se povuku uz najavu sa rokom od maksimalno dve godine, kao i na iznos emitovanih dužničkih hartija od vrednosti sa originalnim rokom dospeća od maksimalno dve godine. Obaveze koje se uključuju u osnovicu za obračun obaveznih rezervi, a na koje se primenjuje nulti racio su pozicije depozita - depoziti čiji rok dospeća prelazi dve godine i depoziti koji mogu da se povuku uz najavu sa rokom dužim od dve godine, repo aranžmani i emitovane dužničke hartije od vrednosti sa rokom dospeća dužim od dve godine.

U obračunsku osnovicu se ne uključuju obaveze prema drugim finansijskim institucijama koje su takođe dužne da izdvajaju obaveznu rezervu prema propisima ECB i obaveze prema ECB ili nekoj NCB. Kada se radi o emitovanim dužničkim hartijama od vrednosti, emitent mora da dokaže tačan iznos ovih hartija od vrednosti

⁹⁵ European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 82-89.

⁹⁶ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 320.

koje drže druge finansijske institucije u evrozoni koje izdvajaju obavezne rezerve, kako bi mogao da bude izuzet iz osnovice za obračun obaveznih rezervi. Iznos obaveznih rezervi svake institucije se smanjuje za 100.000 evra u svakoj državi članici u kojoj ima filijalu/predstavništvo.

ECB objavljuje kalendar obračunskog perioda rezervi najmanje tri meseca pre početka svake godine. Počinje na dan izvršenja prvih glavnih operacija refinansiranja, nakon sastanka Upravnog saveta, na kojem se vrši mesečna procena monetarne politike. Svaka institucija drži obavezne rezerve na jednom ili više računa kod NCB. Sredstva na ovim obračunskim računima mogu da se koriste za plaćanja u toku dana, i bitno je da na kraju dana institucija drži potreban iznos dnevnih obaveznih rezervi.

Na iznos obračunatih obaveznih rezervi, ECB plaća kamatu koja je jednaka kamatnoj stopi na glavne operacije refinansiranja. Na višak rezervi se ne plaća kamata. Kamata se isplaćuje bankama od strane NCB Evrosistema dva radna dana nakon okončanja poslednjeg dana perioda konstituisanja rezerve. Kamata koju će data finansijska institucija da dobije za iznos obaveznih rezervi se obračunava po formuli⁹⁷:

$$R_t = \frac{H_t \times n_t \times r_t}{100 \times 360}$$
$$r_t = \sum_{i=1}^{n_t} \frac{MR_i}{n_t}$$

gde su: R_t - naknada koju će ECB da plati na iznos obaveznih rezervi u obračunskom periodu t , H_t - prosečan dnevni iznos rezervi u obračunskom periodu t , n_t - broj kalendarskih dana u obračunskom periodu t , r_t - kamatna stopa na iznos rezervi u obračunskom periodu t , i - iti kalendarski dan obračunskog perioda t , MR_i - marginalna kamatna stopa za prethodne glavne operacije refinansiranja.

⁹⁷ European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt. Str.: 87.

Tabela 6: Operacije monetarne politike Evrosistema

Operacije monetarne politike	Tipovi transakcija		Rok dospeća	Frekvencija	Procedure
	Obezbeđenje likvidnosti	Apsorbovanje likvidnosti			
Operacije na otvorenom tržištu					
Glavne operacije refinansiranja	Obrnute transakcije	-	Jedna nedelja	Nedeljna	Standardni tenderi
Dugoročne operacije refinansiranja	Obrnute transakcije	-	Tri meseca	Mesečna	Standardni tenderi
Operacije finog podešavanja	Obrnute transakcije	Obrnute transakcije	Nestandardizovan	Neregularna	Brzi tenderi
	Devizni svopovi	Oročeni depoziti sa fiksnim rokovima dospeća			Bilateralne procedure
		Devizni svopovi			
Strukturne operacije	Obrnute transakcije	Emisija dužničkih sertifikata	Standardizovan i nestandardizovan	Regularna i neregularna	Standardni tenderi
	Trajne kupovine	Trajne prodaje	-	Neregularna	Bilateralne procedure
Stalne olakšice					
Marginalni kreditni aranžmani	Obrnute transakcije		Prekonoćni	U skladu sa zahtevima učesnika	
Depozitne olakšice		Depoziti	Prekonoćni	U skladu sa zahtevima učesnika	

Izvor: ECB.

4.3. REFERENTNE KAMATNE STOPE I VODEĆI KAMATNI INDIKATORI

Upravni savet ECB određuje najvažnije referentne kamatne stope u evrozoni, u koje spadaju⁹⁸:

- 1) kamatna stopa na glavne operacije refinansiranja, koje obezbeđuju najveći deo likvidnosti bankarskog sistema
- 2) kamatna stopa na depozitne olakšice, koje banke mogu da koriste da deponuju prekonoćna sredstva u Evrosistem
- 3) kamatna stopa na marginalne kreditne aranžmane, koji omogućavaju bankama pozajmljivanje prekonoćnih sredstava od Evrosistema.

U vodeće kamatne indikatore u evrozoni spadaju:

- 1) EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*)

To je prosečna kamatna stopa po kojoj panel evropskih banaka međusobno pozajmljuje novac⁹⁹. Panel banke su banke sa najvećim obimom poslovanja na tržištu novca evrozone, koje imaju najviši kreditni rejting, visoke etičke standarde i odličnu

⁹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

⁹⁹ <http://www.euribor-rates.eu/>.

reputaciju. Panel banke obuhvataju: banke država članica EMU, banke država članica EU i velike međunarodne banke država koje nisu članice EU, ali imaju veliko učešće u operacijama u evrozoni. Prilikom utvrđivanja visine kamate, 15% najviših i najnižih vrednosti se odbacuje, i računa se prosečna ponderisana vrednost preostalih ponuda koja se zaokružuje na tri decimale. Svakog dana, oko 11 časova se objavljuje vrednost EURIBOR. Postoji ukupno 8 EURIBOR stopa sa različitim rokovima dospeća: 1, 2 nedelje; 1, 2, 3, 6, 9, 12 meseci. EURIBOR se smatra najznačajnijom referentnom kamatnom stopom na evropskom novčanom tržištu, zato što se na osnovu nje formiraju cene i kamatne stope za različite vrste finansijskih proizvoda (na primer: kamatni svopovi, kamatni fjučersi, itd.). EURIBOR je prvi put objavljen 30. decembra 1998. godine - vrednost za 4. januar 1999. godine. Do tada je postojalo više referentnih nacionalnih kamatnih stopa. Nivo EURIBOR zavisi od odnosa ponude i tražnje, ali na njegovu visinu utiču i osnovni ekonomski faktori, kao što su stopa ekonomskog rasta ili stopa inflacije.

2) EUREPO

To je benčmark za osigurane novčane transakcije u evrozoni, koji objavljuje Evropska bankarska federacija¹⁰⁰. EUREPO je stopa po kojoj, u 11 časova (po Briselskom vremenu), prvoklasna banka nudi sredstva u evrima u evrozoni ili na svetskom tržištu, drugoj prvoklasnoj banci, a kao kolateral služe hartije od vrednosti kojima se trguje na evropskom repo tržištu. Prva EUREPO kamatna stopa je objavljena 4. marta 2002. godine za 6 mart. Rokovi dospeća su 1, 2, 3 nedelje; 1, 2, 3, 6, 9 i 12 meseci.

3) EONIA (*Euro Over Night Index Average*)

To je prosečna kamatna stopa po kojoj panel evropskih banaka međusobno daje neosigurane pozajmice u evrima, sa rokom dospeća od 1 dana. Prema tome, EONIA može da se smatra prekonoćnom EURIBOR kamatnom stopom. ECB računa visinu ove stope svakodnevno i objavljuje je Evropskoj bankarskoj federaciji. Razlog zašto je kalkulacija EONIA stope u nadležnosti ECB jeste činjenica da je EONIA zavisila od iznosa noćnih pozajmica komercijalnih banaka koji su bili poverljivi. EONIA je osnovna kamatna stopa za brojne transakcije derivatima.

¹⁰⁰ <http://www.emmi-benchmarks.eu/>.



Grafikon 21: EONIA

Izvor: ECB.

Evrosistem je usmeren na prekonoćnu stopu EONIA, odnosno ponderisani prosek prekonoćnih pozajmica na međubankarskom tržištu evrozone. EONIA se kontroliše na sledeća dva načina¹⁰¹:

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

Granične zajmovne olakšice znače da banke uvek mogu da pozajme sredstva direktno od ECB po odgovarajućoj stopi, koja je zapravo maksimalna vrednost, zato što banke nikad neće plaćati više na prekonoćnom tržištu. S obzirom na to da banke mogu uvek da deponuju gotovinu po depozitnoj stopi ECB, one se nikada ne bi složile da odobre pozajmicu po nižoj stopi zato što ta stopa predstavlja minimalnu vrednost.

- Evrosistem obično na nedeljnoj osnovi po stopi koju izabere sprovodi aukcije (glavne operacije refinansiranja), koje predstavljaju sredstva pomoću kojih ECB obezbeđuje likvidnost bankarskog sistema, a izabrane kamatne stope imaju ulogu preciznog vodiča za EONIA.

Svaka NCB prikuplja ponude komercijalnih banaka i prosleđuje informaciju ECB, koja nakon toga odlučuje koji deo ponuda će biti prihvaćen i u skladu sa tim daje instrukcije NCB. Komercijalne banke nakon toga mogu da upravljaju likvidnošću na međubankarskom tržištu.

U normalnim okolnostima, EONIA je blizu minimalne stope glavnih operacija refinansiranja. EONIA može da se kreće u rasponu od kamatne stope glavnih operacija refinansiranja + 1% do kamatne stope glavnih operacija refinansiranja – 1%. Odstupanja EONIA od kamatne stope glavnih operacija refinansiranja, mogu da se jave

¹⁰¹ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.:499.

iz dva razloga. Kao prvo, zbog razlike u kreditnom riziku, zato što su glavne operacije refinansiranja kolateralizovane, dok se EONIA odnosi na neobezbeđene transakcije na međubankarskom tržištu, čime se razlika povećava. Ovaj razlog ima malo dejstvo, s obzirom da banke koje učestvuju u panelu imaju visoke kreditne standarde. Kao drugo, kamatna stopa glavnih operacija refinansiranja se odnosi na kreditne transakcije sa dospećem od jedne nedelje, dok se EONIA odnosi na prekonoćne transakcije, čime se razlika smanjuje.

Pored instrumenata monetarnog regulisanja, kojima se implementiraju odluke monetarne politike, drugi faktor koji utiče na nivo kamatnih stopa tržišta novca je potreba za likvidnošću bankarskog sektora. Evrosistem usklađuje potrebe za likvidnošću bankarskog sektora sa uslovima ravnotežne likvidnosti koja dovodi u sklad kratkoročne kamatne stope tržišta novca sa kamatnim stopama ECB. Prema tome, ECB jasno razlikuje definisanje monetarne politike ECB i njenu implementaciju preko instrumenata monetarnog regulisanja, čime se smanjuje rizik da tržišni učesnici pogrešno percipiraju promenljivost u kamatnim stopama, izazvanu privremenim i nepredvidivim fluktuacijama u ponudi i tražnji za likvidnošću.

Prilikom izbora i kreiranja svojih instrumenata, ECB mora da uzme u obzir, pored ranije spomenutih odredaba iz ugovora, zahteve koji su proistekli iz njenog posebnog statusa nadnacionalne institucije: iako je donešenje odluka ECB centralizovano (preko Upravnog saveta), politika se sprovodi na decentralizovanoj osnovi - ECB koordinira operacijama, a NCB ih sprovode¹⁰².

4.4. MEHANIZAM TRANSMISIJE MONETARNE POLITIKE U EVROZONI

Mehanizam transmisije monetarne politike predstavlja proces preko koga monetarna politika utiče na makroekonomske agregate, kao što su agregatna tražnja, proizvodnja i cene¹⁰³. On se širi preko različitih kanala, nakon određenog, često dugog, varijabilnog i ne u potpunosti predvidljivog perioda vremena. Iz tog razloga je teško da se predvidi tačan efekat preduzetih mera monetarne politike na ekonomiju i nivo cena.

Individualne veze preko kojih monetarna politika utiče na makroekonomske agregate i cene nazivaju se kanali transmisije. Identifikacija kanala transmisije omogućava da se utvrdi najefikasniji skup instrumenata monetarne politike i vreme početka njihove primene. Bolje poznavanje kanala transmisije monetarne politike, omogućava centralnoj banci da lakše proceni vreme početka i domet svojih odluka o promeni kamatnih stopa, istovremeno i prošlih i onih koje se odnose na budućnost.

Mehanizam transmisije deluje u dve faze¹⁰⁴:

1) prva faza

Promene u instrumentima monetarne politike, pre svega referentne kamatne stope, utiču na promene uslova na finansijskom tržištu - promene kamatnih stopa, cena aktive, deviznog kursa, likvidnosti i kreditnih uslova u privredi.

2) druga faza

Promene uslova finansijskog tržišta deluju na ukupnu potrošnju domaćinstava i preduzeća na robu i usluge. U dugom roku monetarna politika deluje samo na nominalne varijable, ali u kratkom roku promene nominalne potrošnje mogu da utiču i

¹⁰² Issing, O., (2008), *The Birth of the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge. Str.: 122.

¹⁰³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>.

¹⁰⁴ ECB, (2000), »Monetary Policy Transmission in the Euro Area«, *ECB Monthly Bulletin* July 2000, <https://www.ecb.europa.eu>. Str.: 43.

na realnu ekonomsku aktivnost. To zavisi od nominalnih rigidnosti cena i fleksibilnosti ekonomije. Pored indirektnog, postoji i direktno delovanje mera monetarne politike na cene - preko promene očekivanja transaktora.

Analizu i nadzor različitih kanala transmisije impulsa monetarne politike komplikuje prisustvo dva faktora¹⁰⁵:

- 1) konstantan razvoj kanala transmisije monetarnih impulsa i prilagođavanje strukturnim promenama u evropskoj ekonomiji i institucionalnoj strukturi

Pored toga, i druga dešavanja, kao što su tehnološke promene ili demografska pomeranja, mogu značajno da promene funkcionisanje ekonomije. Prema tome, mehanizam transmisije je okružen visokim stepenom neizvesnosti.

- 2) monetarna politika ne funkcioniše u izolaciji

Na privredu, i na kratkoročni razvoj cena u evrozoni, utiču različiti interni i eksterni šokovi, zbog čega centralna banka mora da razdvoji uticaj svojih mera od spoljnih faktora.

Dugački lanac koji povezuje odluke monetarne politike i nivo cena počinje sa ciljevima i odlukama monetarne politike. Na osnovu definisanih regularnih ekonomskih i monetarnih analiza, Upravni savet odlučuje o nivou ključnih kamatnih stopa ECB, koje će na najbolji način da doprinesu obezbeđenju primarnog cilja stabilnosti cena.

Sledi opis karakteristika glavnih kanala mehanizma za transmisiju monetarne politike¹⁰⁶:

- promena referentnih kamatnih stopa

Centralna banka obezbeđuje sredstva za bankarski sistem i naplaćuje kamatu. S obzirom na njen monopol na emisiju novca, centralna banka može u potpunosti da odredi ovu kamatnu stopu.

- utiče na banke i kamatne stope na tržištu novca

Promena referentnih kamatnih stopa utiče direktno na kamatne stope na tržištu novca i, indirektno na kamatne stope na depozite i kredite, koje određuju banke za svoje klijente.

- utiče na očekivanja

Očekivanje zvaničnih promena budućih referentnih kamatnih stopa utiče na srednjeročne i dugoročne kamatne stope. Pre svega, dugoročne kamatne stope delimično zavise od tržišnih očekivanja budućeg toka kratkoročnih stopa. Monetarna politika takođe može da utiče na očekivanja ekonomskih agenata o budućoj inflaciji i da na taj način utiče na kretanja cena. Centralna banka sa visokim stepenom kredibiliteta čvrsto usidrava očekivanja stabilnosti cena. U ovom slučaju, ekonomski agenti ne moraju da povećavaju svoje cene iz straha od više inflacije ili da ih smanjuju iz straha od deflacije.

- utiče na cenu aktive

Uticaj akcija monetarne politike na uslove finansiranja u privredi i na tržišna očekivanja može da dovede do prilagođavanja cena aktive (na primer: tržišnih cena hartija od vrednosti) i deviznog kursa. Promene deviznog kursa mogu direktno da utiču na inflaciju, ukoliko se uvezena roba direktno koristi u potrošnji, ali i one mogu da funkcionišu kroz druge kanale.

- utiče na štednju i investicione odluke

¹⁰⁵ ECB, (2000), »Monetary Policy Transmission in the Euro Area«, *ECB Monthly Bulletin* July 2000, <https://www.ecb.europa.eu>. Str.: 44.

¹⁰⁶ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>.

Promene u kamatnim stopama utiču na odluke vezane za štednju i investicije domaćinstava i preduzeća. Na primer, ukoliko sve drugo ostane isto, više kamatne stope čine manje atraktivnim podizanje kredita za finansiranje potrošnje ili investicija.

Pored toga, potrošnja i investiranje su takođe pogođeni kretanjem cena aktive preko efekata na imovinu i efekata na vrednost kolaterala. Na primer, kada cene običnih akcija rastu, domaćinstva koja poseduju akcije postaju bogatija i mogu da odluče da povećaju svoju potrošnju. Obrnuto, kada cene običnih akcija padaju, domaćinstva mogu da smanje potrošnju. Cene aktive mogu da utiču na agregatnu tražnju preko vrednosti kolaterala koji omogućava zajmoprimcima da podignu više kredita ili da smanje riziko premiju koju traže zajmodavci/banke.

- utiče na ponudu kredita

Na primer, više kamatne stope povećavaju rizik da zajmoprimci neće biti u mogućnosti da isplate svoje kredite. Banke mogu da smanje iznose koje pozajmljuju domaćinstvima i preduzećima. To takođe može da smanji potrošnju i investicije domaćinstava i preduzeća.

- dovodi do promena agregatne tražnje i cena

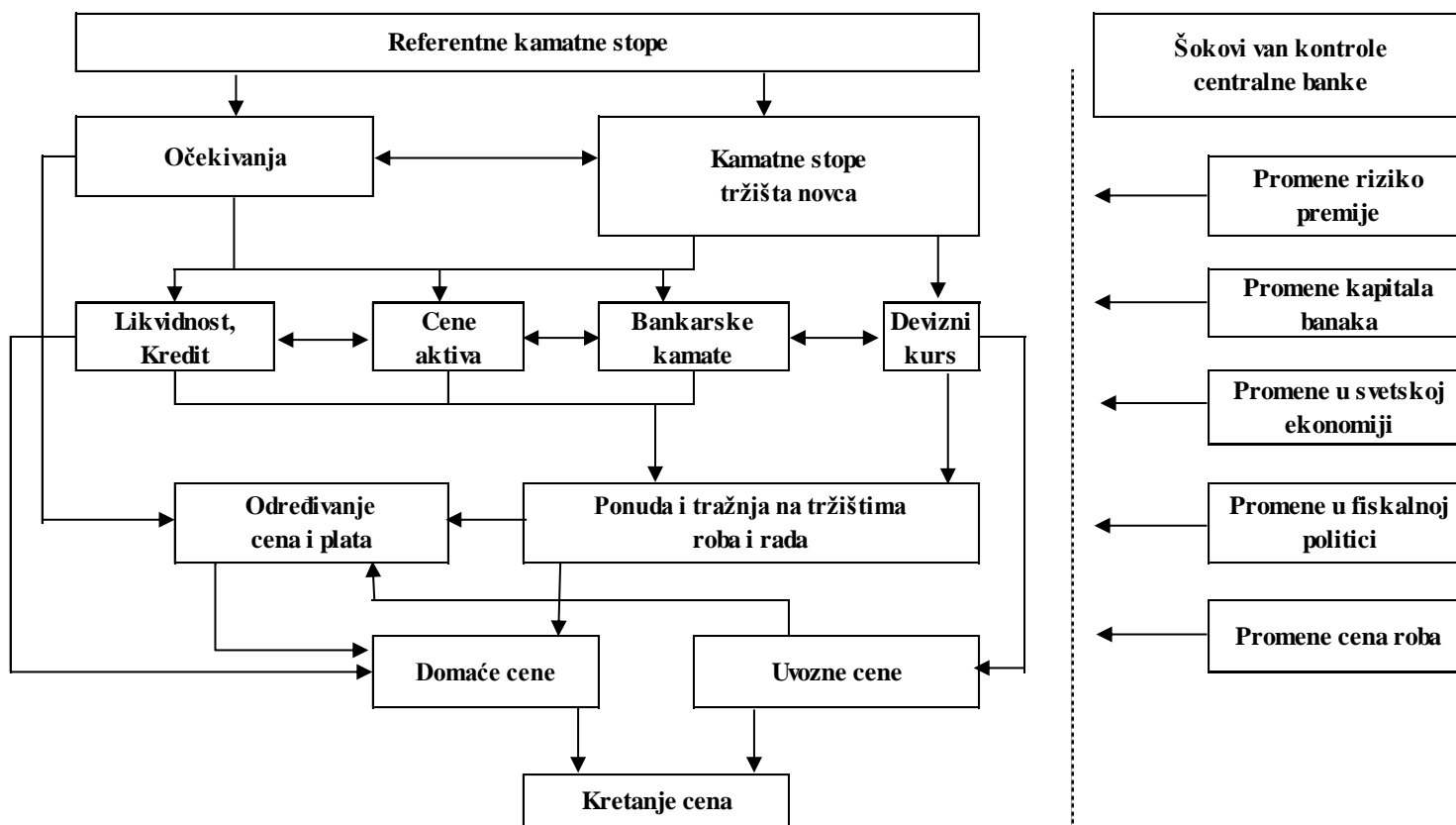
Promene potrošnje i investicija će promeniti stepen domaće tražnje za robom i uslugama u odnosu na domaću ponudu. Kada je tražnja veća od ponude, vrlo je moguće da će se stvoriti pritisak za podizanje cena. Pored toga, promene agregatne tražnje mogu da utiču na promenu uslova na tržištu rada i tržištu međuproizvoda. To zauzvrat može da utiče na cene i određivanje zarada na odgovarajućem tržištu.

- utiče na ponudu bankarskih kredita

Promene u stopama politike mogu na različite načine da utiču na marginalne troškove banaka za dobijanje eksternog finansiranja, u zavisnosti od iznosa sopstvenih sredstava banke, ili bankovnog kapitala. Ovaj kanal je posebno relevantan tokom finansijskih kriza, kada je kapital manje dostupan i kada je bankama teže da pribave kapital.

Kanal transmisije monetarne politike koji se označava kao kanal preuzimanja rizika deluje preko uticaja monetarne politike na sklonost banaka da prihvate veći rizik u zajmovnim operacijama. Kanal za preuzimanje rizika uglavnom funkcioniše preko dva mehanizma. Kao prvo, niske kamatne stope povećaju vrednost hartija od vrednosti i kolaterala. Ukoliko banke i zajmoprimci veruju da je takav rast vrednosti aktive održiv, biće skloniji većem pozajmljivanju odnosno prihvatanju većeg rizika. Pored toga, niže kamatne stope čine rizičniju aktivu atraktivnijom, jer donosi veće prinose. Oba ova slučaja za banke znače ublažavanje kreditnih standarda i veliki rast kredita. Razvoj sekjuritizacije koji je omogućio transfer kreditnog rizika, povećao je sklonost banaka da prihvataju veći rizik.

Na sledećem grafikonu je dat šematski prikaz glavnih kanala za transmisiju odluka monetarne politike.



Grafikon 22: Mehanizam transmisije monetarne politike

Izvor: ECB.

4.5. ODGOVOR EVROPSKE CENTRALNE BANKE NA KRIZU U EVROZONI

Postoje dve osnovne greške u dizajnu ECB¹⁰⁷:

- 1) monetaristička opsesija cenovnom stabilnošću

ECB je pre krize pratila monetaristički koncept centralnog bankarstva, u kom se uloga centralne banke svodila na čuvara cenovne stabilnosti, merene indeksom potrošačkih cena, s obzirom na način kako je cilj definisan. Ona je zbog toga zanemarila rast cena finansijske aktive, ciljeve finansijske stabilnosti, rasta i zaposlenosti. Međutim, ECB je značajno odstupila od svojih strogo monetarističkih principa i počela da primenjuje kejnzijanske principe upravljanja krizom u cilju stabilizacije sistema¹⁰⁸.

- 2) nedemokratski, nedovoljno odgovorni i netransparentni status ECB u institucionalnim aranžmanima EU

Monetarna politika i uloga ECB nisu predmet demokratske debate, niti se prilagođavaju s obzirom na napredak u ekonomskoj teoriji.

ECB je predstavljala jednog od najvažnijih aktera u finansijskoj krizi i krizi suverenog duga u evrozoni, iako nije reagovala na vreme na dolazeću krizu. ECB je na krizu reagovala standardnim merama - snižavanjem referentne stope (kao što se vidi iz sledeće tabele), kao i uvođenjem nestandardnih mera monetarne politike¹⁰⁹

¹⁰⁷ Richter, F., Wahl, P., (2011), »The Role of the European Central Bank in the Financial Crisis and the Crisis of the Euro-Zone«, Report based on a WEED Expert Meeting, *World Economics, Environment and Development Association*, Berlin. Str.: 4.

¹⁰⁸ Richter, F., Wahl, P., (2011), »The Role of the European Central Bank in the Financial Crisis and the Crisis of the Euro-Zone«, Report based on a WEED Expert Meeting, *World Economics, Environment and Development Association*, Berlin. Str.: 13.

¹⁰⁹ European Central Bank, (2010), »The ECB's Response to the Financial Crisis«, *ECB Monthly Bulletin* October 2010, <https://www.ecb.europa.eu>. Str.: 65.

Tabela 7: Godišnji nivoi najvažnijih referentnih kamatnih stopa ECB (%)

Datum stupanja na snagu		Depozitne olakšice	Glavne operacije refinansiranja		Marginalni kreditni aranžmani
			Tenderi sa fiksnom stopom	Tenderi sa varijabilnom stopom	
			Fiksna kamatna stopa	Najniža ponuđena kamatna stopa	
2014.	10. sep.	-0,20	0,05	-	0,3
	11. jun.	-0,10	0,15	-	0,4
2013.	13. nov.	0	0,25	-	0,75
	8. maj	0	0,5	-	1
2012.	11. jul	0	0,75	-	1,5
2011.	14. dec.	0,25	1	-	1,75
	9. nov.	0,5	1,25	-	2
	13. jul.	0,75	1,5	-	2,25
	13. apr.	0,5	1,25	-	2
2009.	13. maj	0,25	1	-	1,75
	8. apr.	0,25	1,25	-	2,25
	11. mar.	0,5	1,5	-	2,5
	21. jan.	1	2	-	3
2008.	10. dec.	2	2,5	-	3
	12. nov.	2,75	3,25	-	3,75
	15. okt.	3,25	3,75	-	4,25
	9. okt.	3,25	-	-	4,25
	8. okt.	2,75	-	-	4,75
	9. jul	3,25	-	4,25	5,25
2007.	13. jun.	3	-	4	5
	14. mar.	2,75	-	3,75	4,75
2006.	13. dec.	2,5	-	3,5	4,5
	11. okt.	2,25	-	3,25	4,25
	9. avg.	2	-	3	4
	15. jun.	1,75	-	2,75	3,75
	8. mar.	1,5	-	2,5	3,5
2005.	6. dec.	1,25	-	2,25	3,25
2003.	6. jun.	1	-	2	3
	7. mar.	1,5	-	2,5	3,5
2002.	6. dec.	1,75	-	2,75	3,75
2001.	9. nov.	2,25	-	3,25	4,25
	18. sep.	2,75	-	3,75	4,75
	31. avg.	3,25	-	4,25	5,25
	11. maj	3,5	-	4,5	5,5
2000.	6. okt.	3,75	-	4,75	5,75
	1. sep.	3,5	-	4,5	5,5
	28. jun.	3,25	-	4,25	5,25
	9. jun.	3,25	4,25	-	5,25
	28. apr.	2,75	3,75	-	4,75
	17. mar.	2,5	3,5	-	4,5
	4. feb.	2,25	3,25	-	4,25
1999.	5. nov.	2	3	-	4
	9. apr.	1,5	2,5	-	3,5
	22. jan.	2	3	-	4,5
	4. jan.	2,75	3	-	3,25
	1. jan.	2	3	-	4,5

Izvor: ECB.

U julu 2008. godine, nakon kolapsa nekih evropskih banaka kao posledice krize u SAD, ECB je podigla referentnu kamatnu stopu na 4,25%, zbog straha od mogućeg rasta inflacije. Nakon što je 15. septembra 2008. godine investiciona banka Lehman Brothers otišla pod stečaj, što je zamalo prouzrokovalo kolaps celokupnog finansijskog sistema, ECB je prepoznala da se radi o krizi ogromnih razmera i počela da snižava kamatnu stopu, dok nije dostigla 1% u maju 2009. godine.

ECB je tada izazvala kontroverze preduzimanjem nekoliko nestandardnih mera monetarne politike, odnosno mera pojačane kreditne podrške (*Enhanced Credit Support - ECS*), uključujući i program neograničene kupovine obveznica, korišćenje negativnih kamatnih stopa i kvantitativne olakšice, koji su doveli do podeljenih mišljenja među političarima i ekonomistima, između onih koji su mislili da je prekoračila svoja ovlašćenja i onih koji su se zalagali za to da preduzima agresivnije akcije. Time je ECB vršila funkciju zajmodavca u krajnjoj instanci, obezbeđujući neophodnu likvidnost bankama.

Sa intenziviranjem krize suverenog duga, tokom 2010. godine, ECB je ponovo bila primorana da deluje kao zajmodavac u krajnjoj instanci, ovog puta na tržištu suverenog duga. Program tržišta hartija od vrednosti (*Securities Market Programme - SMP*) uveden je u maju 2010. godine, kako bi ECB indirektno mogla da pozajmljuje novac vladama kroz kupovinu suverenog duga na sekundarnom tržištu¹¹⁰. Taj program je podrazumevao intervenciju na tržištu dužničkih hartija od vrednosti evrozona kako bi se podstakla likvidnost i funkcionisanje tih tržišnih segmenata, a sa ciljem nesmetanog odvijanja transmisionog mehanizma monetarne politike. Kroz taj program je ECB kupila grčke državne obveznice na sekundarnom tržištu, a kako se dužnička kriza širila, ECB je proširila SMP na Irsku, Italiju, Portugaliju i Španiju, koji je uspešno privremeno smanjio rastuće troškove zaduživanja. U novembru 2011. godine, referentna kamatna stopa ECB je smanjena sa 1,5% na 1,25%, a zatim u decembru na 1%, čime je započeo opadajući trend kretanja ka kamatnim stopama od 0%, koji se nastavio i u 2015. godini.

Zabrana monetarnog finansiranja onemogućava ECB da kupuje vladine dužničke obveznice na primarnom tržištu i ograničava njenu intervenciju na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti. Svrha ovih zabrana je obezbeđenje podrške specifičnim ciljevima monetarne politike koji su u skladu sa osnovnim ciljem održanja stabilnosti cena. Međutim, ograničene intervencije na sekundarnim tržištima vladinih dužničkih hartija od vrednosti ne mogu da se koriste za izbegavanje zabrana intervencija na primarnom tržištu.

Iz tog razloga je ECB 6. septembra 2012. godine donela novi program kupovine obveznica širom evrozona, koji je nazvan trajne novčane transakcije (*Outright Monetary Transactions - OMT*)¹¹¹. Tog istog dana, program tržišta hartija od vrednosti je ukinut. Ova mera nije u suprotnosti sa dodeljenim mandatom ECB. Uvođenje OMT ima za cilj očuvanje funkcionisanja transmisionog mehanizma, putem nesmetanog prenosa kamatnih stopa u svim državama evrozona i očuvanje jedinstvene monetarne politike uz obezbeđenje osnovnog cilja stabilnosti cena. Zadatak OMT je bila sterilisana, neograničena kupovina suverenih dužničkih obveznica na sekundarnim finansijskim tržištima država koje su tražile pomoć. Takođe, OMT je zahtevao eksplicitnu uslovljenost sprovođenja mera i nametao dodatne napore vladama da

¹¹⁰ Richter, F., Wahl, P., (2011), »The Role of the European Central Bank in the Financial Crisis and the Crisis of the Euro-Zone«, Report based on a WEED Expert Meeting, *World Economics, Environment and Development Association*, Berlin. Str.: 12.

¹¹¹ McBride, J., (2015), »The Role of the European Central Bank«, <http://www.cfr.org/>.

obnove fiskalnu održivost. Istovremeno, ove mere su dizajnirane da isključe preterane špekulacije na finansijskim tržištima i onemogućavaju destruktivne scenarije koji mogu da emituju negativne signale o ireverzibilnosti evra. OMT ima kapacitet da rešava rep rizike koji su počeli sve više da se ispoljavaju. Pri tom, ovi rizici vrše opasne pritiske na prinose suverenih dužničkih obveznica, što bankama otežava pristup sekundarnim finansijskim tržištima suverenih dužničkih obveznica.

Tokom 2015. godine OMT program još uvek nije bio korišćen. Mnogi tvrde da je sama činjenica da je ECB uvela ovakav program bila dovoljna da umiri investitore, pa da u skladu sa tim program nikada nije ni bio aktiviran. U februaru 2014. godine, Ustavni sud Nemačke je proglasio OMT program nezakonitim, i predmet je poslat na razmatranje ECJ. 16. juna 2015. godine, ECJ je odobrio OMT, zaključivši da kupovina obveznica na sekundarnom tržištu ne premašuje ovlašćenja ECB.

U 2012. godini zvaničnici EU su počeli i rad na planovima za formiranje bankarske unije evrozona. Finansijska kriza i kriza suverenog duga koja je usledila su ukazale na potrebu za bankarskom unijom. Postalo je jasno da, posebno u monetarnim unijama kao što je evrozona, problemi čiji uzrok leži u bliskim vezama između bankarskog sektora i finansija javnog sektora mogu lako da pređu nacionalne granice i prouzrokuju finansijske poteškoće u drugim državama EU. Ekonomska kriza je dovela do niza spasavanja banaka, u ukupnom iznosu od preko 590 milijardi evra ukupne pomoći evropskih poreskih obveznika do 2012. godine. Bankarska unija je važan korak prema istinskoj ekonomskoj i monetarnoj uniji. Ona omogućava doslednu primenu pravila EU u vezi s bankama u učestvujućim državama. Novi instrumenti i postupci odlučivanja olakšavaju stvaranje jedinstvenog tržišta za banke, koje će biti transparentnije i sigurnije. Bankarska unija počiva na uvođenju dva mehanizma, koji se temelje na jedinstvenim pravilima, koja se odnose na sve države EU¹¹²:

1) jedinstvenom nadzornom mehanizmu (*SSM*)

To je nov sistem nadzora banaka za Evropu, koji čine ECB i nacionalna nadzorna tela učestvujućih država.

2) jedinstvenom mehanizmu za rešavanje problema (*Single Resolution Mechanism - SRM*)

Njegova glavna svrha je da osigura uspešno gašenje onih banaka koje ne mogu da budu spašene, uz minimalne troškove za poreske obveznike i za realnu privredu. Jedinstveni odbor za rešavanje problema osigurava brzo donošenje odluka, ali neće biti u potpunosti operativan do 2016. godine. ECB, kao nadzorno telo, ima važnu ulogu pri donošenju odluke kojom se utvrđuje da li određena banka propada ili je verovatno da će da propadne. Jedinstveni fond za rešavanje problema je osnovan na nadnacionalnom nivou, i finansiraće se doprinosima iz bankarskog sektora.

ECB je preuzela primarnu odgovornost jedinstvenog nadzornog mehanizma u 2014. godini, i na taj način dodatno proširila svoju nadležnost nad evropskom ekonomijom. ECB je, u saradnji s nacionalnim nadzornim telima, odgovorna za efikasno i dosledno funkcionisanje SSM. Ovlašćena je da: sprovodi nadzorne provere, nadzore i istrage na licu mesta, izdaje ili oduzima odobrenja za rad bankama, procenjuje sticanje kvalifikovanih udela od strane banaka i raspolaganje tim udelima, osigurava usklađenost s bonitetnim pravilima EU, i postavlja više kapitalne zahteve radi suprotstavljanja finansijskim rizicima. Pod direktnim nadzorom su sve značajne banke učestvujućih država, koje raspolažu sa skoro 82% imovine bankarskog sektora u

¹¹² http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/index_en.htm.

evrozoni. Manje značajne banke su i dalje pod nadzorom njihovih nacionalnih nadzornih tela, koja su u bliskoj saradnji sa ECB.

Prva velika uloga ECB kao novog supervizora je bilo njeno sprovođenje stres testova širom regiona, kojima se određuje stanje evropskih banaka. Testiranje je završeno u oktobru 2014. godine, a testirana je solventnost 130 različitih finansijskih institucija, koje zajedno čine preko 80% bankarske aktive evrozone. Cilj je bio da se utvrdi kako bi banke podnele novu finansijsku krizu, i za koliko moraju da povećaju svoje rezerve kapitala. Testovi ECB su utvrdili da banke imaju kumulativni nedostatak kapitala u iznosu od 30 milijardi \$, manje nego što je procenjeno od strane privatnih analitičara. Ipak, određeni kritičari tvrde da su testovi bili preterano optimistični, kao i da novi mehanizam SRM nije još uvek bio spreman da pravilno izvrši dokapitalizaciju slabih banaka.

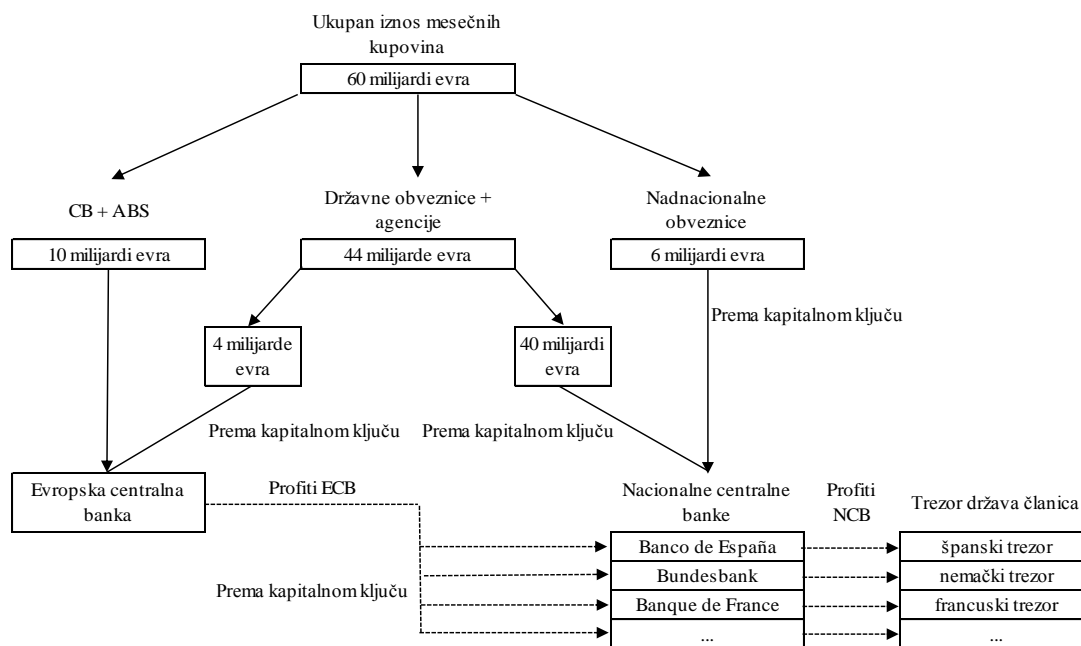
Kvantitativne olakšice (*Quantitative Easing - QE*) su najzastupljenije i najčešće korišćene nestandardne mere monetarne politike koje već sprovode Centralna Banka Japana i Federalne rezerve u SAD. U situacijama kada tradicionalni instrumenti nemaju više uticaja na makroekonomske agregate jer je referentna kamatna stopa dostigla najniži mogući nivo a istovremeno nema daljeg ekonomskog stimulansa, centralne banke preuzimaju drugačije mere. One kupuju različite oblike finansijske aktive od komercijalnih banaka i drugih (ne)finansijskih institucija kreiranjem dodatne novčane mase kako bi ubrizgale svež novac u finansijske tokove. Ovakve mere se razlikuju od uobičajne kupoprodaje državnih hartija od vrednosti, kako bi se uticalo na visinu referentne kamatne stope. QE povećavaju višak rezervi banaka i utiču na povećanje cena finansijske aktive, smanjujući istovremeno njihov prinos. QE podrazumevaju kupovinu velike aktive za ubrizgavanje likvidnosti u ekonomiju u nadi da će to da podstakne inflaciju i rast. ECB je 22. januara 2015. godine pokrenula svoju verziju kvantitativnih olakšica tešku oko 1,1 milijardi evra u narednih godinu i po dana, kako bi sprečila deflaciju kojoj se evrozona bila opasno približila, ali i kako bi pokrenula privredu evrozone koja se nalazila u stagnaciji i još nije izašla iz krize. Evropski program kvantitativnih olakšica - Program kupovine javnog sektora (*Public Sector Purchase Programme - PSPP*), je startovao 9. marta 2015. godine i trajaće bar do septembra 2016. godine¹¹³. Plan je da ECB i NCB otkupljuju državne obveznice članica evrozone u vrednosti od 60 milijardi evra, kao i da ECB ne otkupljuje samo državne obveznice investicionog rejtinga, nego i da na sekundarnom tržištu kupuje hartije evropskih agencija i institucija. ECB i NCB su podelile rizik, tako što će ECB da otkupi 20%, a NCB 80% planiranih finansijskih derivata. Vladajuće mišljenje ekonomista je bilo da je primena QE glavni razlog zašto su SAD izašle iz recesije i ostvarile privredni rast. Najveći oponent ovom programu je bila Nemačka, koja je smatrala da države sa problemima treba da štede i sprovode strukturne reforme i fiskalnu konsolidaciju.

PSPP se sastoji od mesečne kupovine sredstava u iznosu od 60 milijardi evra. Sledeći grafikon pokazuje kako će se vršiti alokacija mesečnih kupovina Evrosistema različitim sredstvima. Oko 10 milijardi evra - prosečna vrednost mesečnih hartija od vrednosti obezbeđenih aktivom (*Asset-Backed Securities - ABS*) i kupovine pokrivenih obveznica (*Covered Bonds - CB*), s obzirom na to da su programi počeli u oktobru 2014. godine - nastaviće da se odnosi na ABS i CB.

¹¹³ Claeys, G. Leandro, A., Mandra, A., (2015), »European Central Bank Quantative Easing: The Detailed Manual«, www.bruegel.org. Str.: 2-3.

Dodatnih 50 milijardi evra će biti usmereno ka PSPP: 6 milijardi evra mesečno (12% PSPP) će ići na kupovinu duga nadnacionalnih institucija koje se nalaze u evrozoni i koje su denominirane u evrima (u kvalifikovane nadnacionalne emitente u evrozoni spadaju: Evropski fond za finansijsku stabilnost, EIB, Evropski stabilizacioni mehanizam (*European Stability Mechanism – ESM*), EU, Evropska zajednica za atomsku energiju, Banka za razvoj saveta Evrope, Nordijska investiciona banka). Preostale 44 milijarde evra će se koristiti uglavnom za kupovinu hartija od vrednosti suverenog duga, podeljenih u 4 milijarde evra koje drži ECB (8% od 50 milijardi evra dodatnih kupovina) i 40 milijardi evra koje drže NCB. Međutim, jedan deo će se koristiti za kupovinu obveznica izdatih od strane nacionalnih agencija koje se nalaze u evrozoni (u kvalifikovane nacionalne agencije u evrozoni spadaju: Instituto de Credito Oficial (Španija), KfW (Nemačka), Landeskreditbank Baden-Württemberg Foerderbank (Nemačka), Landwirtschaftliche Rentenbank (Nemačka), NRW.Bank (Nemačka), CADES (Francuska) i UNEDIC (Francuska)). ECB nije precizirala koliki udeo od 44 milijardi evra treba posebno da se troši na ove obveznice, a NCB će biti dozvoljeno da izaberu između suverenih obveznica i obveznica agencija koje su u njihovoj nadležnosti. Preostali iznos duga agencija je relativno mali u odnosu na ukupan iznos suverenih obveznica, i one se nalaze u tri države: Nemačkoj, Francuskoj i Španiji. Iz tih razloga, one će da imaju ograničenu ulogu.

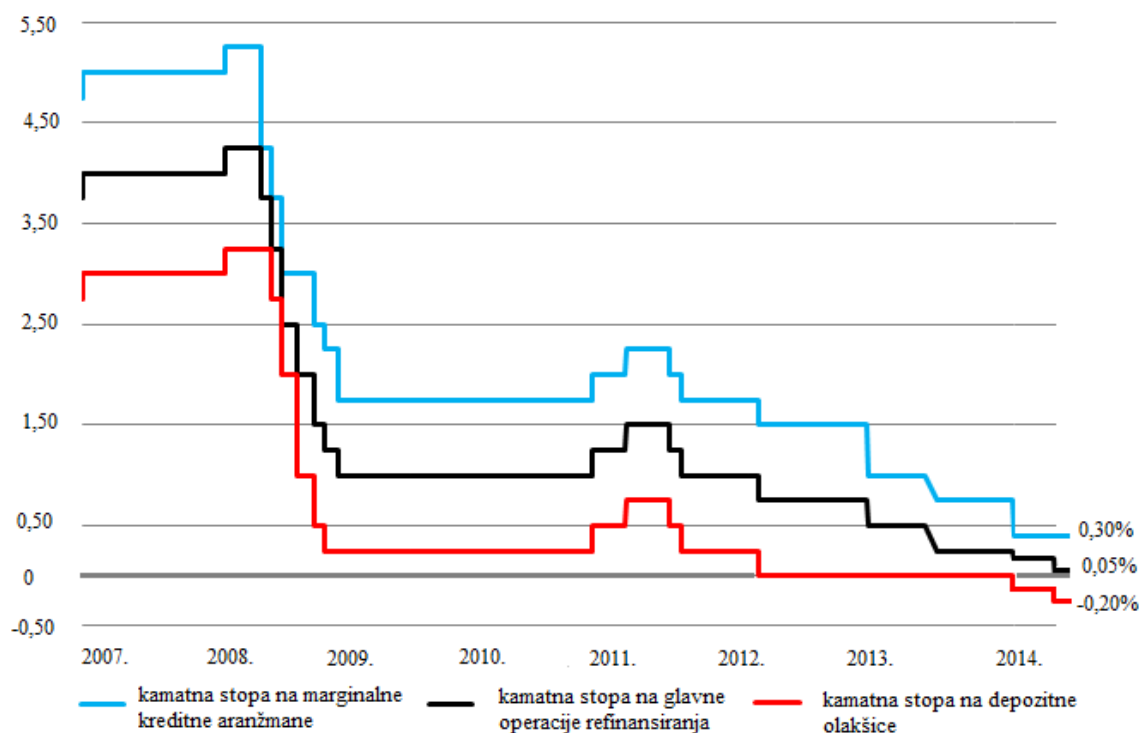
U pogledu alokacije 44 milijarde evra po državama, jednostavno će biti podeljene između svih država članica evrozone prema kapitalnim ključevima ECB. Da bi bile kupljene na sekundarnom tržištu, obveznice moraju da: imaju preostali rok dospeća od 2 do 30 godina, budu denominirane u evrima i budu podesne kao kolateral za operacije monetarne politike ECB (ili država ima dovoljno visoku ocenu ili ima koristi od EU finansijskog programa pomoći). Pored toga, Upravni savet je takođe u martu odlučio da obveznice sa prinosom manjim od depozitne stope (-0.2 % u martu 2015. godine) budu isključene iz kupovine.



Grafikon 23: Alokacija mesečnih kupovina aktive od strane Evrosistema

Izvor: Bruegel, ECB.

Ovaj potez je pratio krajnje neobičnu odluku koju je banka donela u junu 2014. godine da uvede negativne kamatne stope. ECB je smanjila dve ključne kamatne stope, od kojih je jednu spustila ispod nule, u daljim naporima da spreči privredu država evrozone da uđe u deflaciju. ECB je smanjila kamatnu stopu za glavne operacije refinansiranja, sa rekordno niskih 0,25% na novi minimum od 0,15%. Još drastičniji potez je bio smanjenje kamatne stope za depozitne olakšice, sa 0 na -0,1%, što do tada nije bilo rađeno, a cilj je bio da banke daju novac preduzećima na zajam umesto da ga čuvaju. Ova druga mera je značila da će banke morati da plate da bi držale svoj novac kod centralne banke umesto da dobijaju kamatu. Ideja je bila da se ovom merom stimuliše rast.



Grafikon 24: Nivoi najvažnijih referentnih kamatnih stopa ECB (%)

Izvor: ECB i Bloomberg.

Kreditne institucije evrozone mogu od ECB da dobiju kredite ne samo putem operacija monetarne politike nego, u izuzetnim slučajevima, i putem hitne pomoći u likvidnosti (*Emergency Liquidity Assistance - ELA*). To znači da NCB Evrosistema osigurava¹¹⁴:

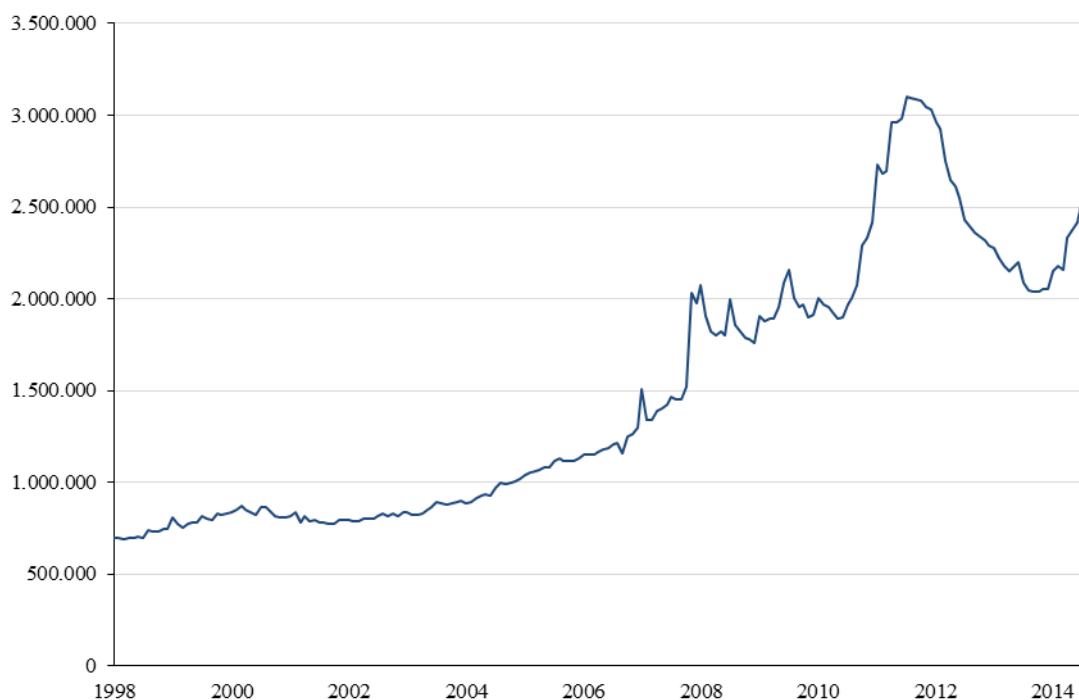
- 1) centralnobankarski novac
- 2) bilo kakvu drugu vrstu podrške koja može da dovede do povećanja centralnobankarske likvidnosti solventnoj finansijskoj instituciji, ili grupi solventnih finansijskih institucija, suočenoj s privremenim poteškoćama s likvidnošću, pri čemu ta operacija nije deo jedinstvene monetarne politike.

¹¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html>.

Odgovornost za pružanje likvidnosne podrške u izuzetnim slučajevima snosi nadležna NCB. To znači da dotična NCB snosi troškove i preuzima rizike povezane s hitnom pomoći u likvidnosti. Međutim, na osnovu člana 14.4. Statuta ESCB i ECB, Upravni savet ECB je dužan da ograniči operacije hitne pomoći u likvidnosti ako smatra da su u suprotnosti sa ciljevima i zadacima Evrosistema. Takve odluke donosi Upravni savet dvotrećinskom većinom datih glasova.

Od 4. februara 2015. godine, grčke banke su mogle i dalje da se zadužuju kod grčke centralne banke ali pod nepovoljnijim uslovima. Tim potezom ECB se vršio pritisak da se što pre postigne novi sporazum sa tom državom. U junu 2015. godine, Upravni savet ECB je saopštio da će nastaviti da pruža pomoć, ali da je podigao kriterijume za banke koje žele da pristupe sredstvima, i da sredstva iz fonda ELA mogu da se dobiju samo uz dovoljno kolaterala, vršeći tako dodatni pritisak na prezaduženu državu.

Za evrozonu, i veliko privremeno povećanje bilansa ECB predstavlja manju opasnost nego slom finansijskog sistema. Događaji na finansijskom tržištu su primorali ECB da nastavi sa funkcijom zajmodavca u krajnjoj instanci, što pokazuje stalni porast njene bilansne sume, koja je prešla 3 triliona evra.



Grafikon 25: Bilansna suma ECB (u milionima evra)

Izvor: ECB.

Postoji nekoliko argumenata protiv funkcije ECB kao zajmodavca u krajnjoj instanci¹¹⁵:

- 1) rizik od inflacije

¹¹⁵ De Grauwe, P., (2011), »The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets«, *www.cesifo.org*. Str.: 5-9.

Kupovinom hartija od vrednosti od strane ECB se povećava novčana masa. Međutim, u uslovima krize porast monetarne baze ne mora da znači i porast količine novca u opticaju. Banke likvidnost koju su dobile od centralne banke često ne koriste za nove kredite, već povećavaju svoje rezerve likvidnosti, dok ekonomski subjekti povećavaju svoje rezerve gotovine i uzdržavaju se od potrošnje. Iz tog razloga se u ovakvim periodima značajno povećava tražnja za gotovinom. Ukoliko centralna banka ne reaguje na taj rast tražnje, finansijske kriza može da preraste u recesiju, pa čak i deflaciju.

2) fiskalne posledice

Postoji mogućnost da će ECB da ostvari gubitke, u slučaju da neka od država čije obveznice poseduje ne bude u stanju da izmiri obaveze po tom osnovu. Međutim, takav rizik je prisutan u svim operacijama na otvorenom tržištu. Delovanje centralne banke kao zajmodavca u krajnjoj instanci na tržištu državnih obveznica smanjuje verovatnoću bankrotstva suverene države.

3) moralni hazard

Može da se dogodi da ovakve akcije ECB podstaknu vlade da emituju preveliku količinu duga. Međutim, taj problem već postoji u bankarskom sektoru, zato što je centralna banka zajmodavac u krajnjoj instanci za banke i može da se ograniči uvođenjem strogih pravila vezanih za emisiju duga.

5. FISKALNA POLITIKA U EVROPSKOJ MONETARNOJ UNIJI

5.1. FISKALNA DISCIPLINA I PRAVILA U EVROPSKOJ MONETARNOJ UNIJI

Efikasnost u vođenju jedinstvene monetarne politike zavisi od podrške fiskalne politike. Fiskalni sistem EU je nedovoljno razvijen i najvećim delom prepuštan državama članicama, zbog političkih i konstitutivnih ograničenja koja su pratila ovaj oblik integracije. Kada je monetarna politika centralizovana, a stabilizacioni ciljevi država članica se razlikuju, jedini efikasan način za ostvarivanje stabilizacione funkcije fiskalne politike je da se ona prepusti državama članicama, uz uvođenje odgovarajućih pravila kojima bi se obezbedila koordinacija nacionalnih politika. U takvim uslovima, bilo je neophodno da se izgrade fiskalni odnosi koji bi omogućili da¹¹⁶:

- države članice EU zadrže visok stepen političke i fiskalne samostalnosti
- nadnacionalni ili konfederalni nivo vlasti ima samo one nadležnosti koje su joj države članice dodelile
- utvrđena nadnacionalna fiskalna pravila ne budu u sukobu sa pravilima na nacionalnom nivou
- da sve navedeno dovede do stvaranja monetarne unije unutar nadnacionalne zajednice.

U takvoj situaciji, mogućnost da se osnovne fiskalne funkcije snažnije centralizuju je bila slaba, posebno u ranim fazama integracije. U skladu sa navedenim ograničenjima, fiskalni sistem EU ima siromašnu strukturu koja se sastoji iz tri segmenta¹¹⁷:

1) budžeta

Budžet EU predstavlja jedini instrument fiskalne politike na nadnacionalnom nivou, dok se ostatak fiksalnog sistema odnosi na skup pravila i dogovora preko kojih države članice harmonizuju i koordiniraju fiskalnu politiku.

2) usklađivanja (harmonizacije) poreskih sistema

Nametanje poreza je u isključivoj nadležnosti vlada država članica EU, a poreski propisi pripadaju nacionalnom poreskom sistemu određene države članice. Međutim, s obzirom na to da je članstvo u EU utemeljeno na međunarodnom ugovoru koji sadrži razna prava i obaveze za članice, njihov poreski suverenitet je ograničen, odnosno podeljen između EU i država članica. EU je raznim smernicama i drugim pravnim propisima uticala na formiranje poreskih sistema država članica, sa ciljem jačanja zajedničkog unutrašnjeg tržišta.

3) koordinacije stabilizacionih budžetskih politika država članica

Fiskalna pravila se odnose na kriterijume konvergencije iz Ugovora iz Matrihta i Pakt o stabilnosti i rastu. Posebno je naglašena potreba očuvanja fiskalne discipline u EMU. Uvođenje fiskalnih pravila je bilo motivisano potrebom za sprečavanjem pojave prekomernih budžetskih deficita, i obezbeđenjem fiskalne discipline, razumnog upravljanja javnim finansijama i očuvanja ekonomske stabilnosti u okviru EMU.

¹¹⁶ Mihaljek, D. (1998), »Theory and Practice of Confederate Finances«, u Sorensen P.B., *Public Finance in a Changing World*, Palgrave Macmillan, 193-220. Str.: 208.

¹¹⁷ Grgić, M., Bilas, V., Šimović, H., (2006), »Financijska liberalizacija, monetarna i fiskalna politika Europske unije«, *Serijski članak u nastajanju 06-14*, Zagreb. Str.: 15.

Fiskalna politika ima značajan uticaj na ekonomski rast, makroekonomsku stabilnost i inflaciju¹¹⁸. Ključni aspekti u tom pogledu su nivo i sastav državnih rashoda i prihoda, budžetskih deficita i državnog duga. Fiskalna disciplina je ključni element makroekonomske stabilnosti. Potreba za fiskalnom disciplinom je još izraženija u monetarnoj uniji, kao što je evrozona, koja je napravljena od suverenih država koje zadržavaju odgovornost za svoje fiskalne politike. Nema više nacionalne monetarne politike kao ni politike deviznog kursa da odgovori na šokove određene države, a fiskalna politika može bolje da ublaži takve šokove ako krenu sa zdrave pozicije.

Fiskalni sistem EMU je specifičan i u određenoj meri nerazvijen u odnosu na fiskalne sisteme klasičnih nacionalnih država. Specifične odlike se pre svega odnose na sprovođenje ekonomske politike u EMU koja predstavlja kombinaciju centralizovane monetarne politike i decentralizovane ostale makroekonomske i strukturne politike, od kojih se prvenstveno ističe fiskalna politika.

Prilikom stvaranja EMU i uvođenja evra kao zajedničke valute, monetarno ujedinjenje nije bilo praćeno fiskalnim, odnosno fiskalna politika je ostala u isključivoj nadležnosti država članica. Činjenica da EMU nije dovela do transfera fiskalne politike na nadnacionalni nivo može da se tumači kao nedostatak dokaza principa političkog preliivanja¹¹⁹.

Članom 5. Ugovora o EU je predviđen princip supsidijarnosti: „u oblastima koje ne spadaju u njenu isključivu nadležnost, Unija interveniše samo, i u meri, u kojoj ciljevi razmatrane akcije ne bi mogli da budu ostvareni na zadovoljavajući način od strane država članica, kako na centralnom, tako i na regionalnom i lokalnom nivou, već se, imajući u vidu veličinu ili učinak razmatrane akcije, oni mogu bolje ostvariti na nivou Unije“. U zakonodavstvu EU je došao do izražaja princip supsidijarnosti u kom odgovornost za vođenje ekonomske politike pripada državama članicama, što ukazuje na činjenicu da je prilikom kreiranja institucionalnih okvira monetarne unije preovladao princip u kom je upravljačka struktura postavljena na taj način da je u mogućnosti da internalizuje sve eksterne efekte na nivou država članica¹²⁰.

Stvaranje ekonomske unije bez centralizovanog ekonomskog upravljanja neizbežno je značilo veće neposredne i posredne efekte preliivanja učinaka ekonomskih politika država članica, odnosno da fiskalne teškoće jedne države članice EMU, zbog integrisanosti finansijskog tržišta mogu lako da se preliju na finansijski sektor svih drugih država članica, što bi lako destabilizovalo celokupnu evrozonu. U uslovima kada nema prostora za fiskalne transfere iz nadnacionalnog budžeta, fiskalna nedisciplina jedne države članice rezultira u poremećaju i monetarnog aspekta¹²¹. Ukoliko ECB odluči da će se pridržavati pravila zabrane uzajamnog finansiranja (pravilo da nema klauzule o zabrani preuzimanja dugova) i u takvim uslovima, finansijska tržišta bi reagovala povećanjem kamatnih stopa. Sa druge strane, ukoliko bi ECB došla u iskušenje da prekrši to pravilo i monetizuje dug, to bi dalje ugrozilo ukupnu cenovnu stabilnost.

U EMU je posebno izražen rizik preliivanja ekonomskih poremećaja i na druge države članice koje imaju zdrave javne finansije. Glavni razlog za to je činjenica da

¹¹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html>.

¹¹⁹ Heipertz, M., Verdun, A. (2010), *Ruling Europe: the Politics of the Stability and Growth Pact*, Cambridge University Press, Cambridge. Str.: 81.

¹²⁰ Inman, R.P., Rubinfeld, D.L., (1994), »The EMU and Fiscal Policy in the New European Community: An Issue for Economic Federalism«, *International Review of Law and Economics*14: 147-161. Str.: 159.

¹²¹ Eijffinger, S.C.W., De Haan, J., (2000), *European Monetary and Fiscal Policy*, Oxford University Press, New York. Str.: 82-84.

države članice koje su inicijalno bile uključene u proces monetarnog ujedinjenja nisu predstavljale optimalnu valutnu zonu, već su se priključile procesu formiranja monetarne unije očekujući da razlike između država nisu toliko izražene da bi od početka spečile monetarnu unifikaciju. Sve više je osporavana mogućnost koncentracije asimetričnih šokova samo u jednoj državi, odnosno bilo je sve verovatnije da će relevantni regioni u kojima su neke aktivnosti centralizovane da prelaze jednu ili više granica¹²². Postojalo je optimistično shvatanje na početku formiranja EMU da će među državama članicama posle procesa nominalnog prilagođavanja da dođe i do realnog prilagođavanja.

Najveći nedostatak institucionalnog okvira EMU je predstavljalo nepostojanje mehanizma za obezbeđenje fiskalne discipline država članica. Države članice mogu da imaju jak podsticaj da povećaju nivo zaduženosti do neodržive granice, koja može da prisili monetarne vlasti da monetizuju dug i izazovu inflaciju. Takođe, postoji i potencijalna opasnost da visina dugova dostigne takav nivo da izazove negativne efekte i ugrozi stabilnost ostalih država članica, sve do momenta prisilnog preuzimanja duga.

Definisanjem kriterijuma konvergencije u Ugovoru iz Mاستrihta i uvođenjem fiskalnih ograničenja, onemogućena je preterana ekspanzivnost fiskalnih politika država članica i negativni učinci prelivanja, koji bi lako ugrozili glavni cilj ekonomskih politika država članica monetarne unije - uspostavljanje cenovne stabilnosti.

Određeni mehanizmi su razvijeni u cilju prevazilaženja slabosti postojeće pravne regulative monetarne unije, koji imaju dvostuku funkciju: funkciju prevencije i funkciju korekcije. Institucionalna struktura EMU prema Ugovoru iz Mاستrihta (koju prihvata i Ugovor iz Lisabona) utvrđuje tri nivoa zaštite¹²³:

- 1) koordinaciju ekonomske politike i, posebno, fiskalne politike država članica
Produblјivanje koordinacije između nacionalnih fiskalnih politika i nadnacionalne monetarne politike, sa idejom da se prevaziđu slabosti fiskalnog sistema EU.
- 2) jačanje fiskalne discipline poštovanјem načela zabrane preuzimanja duga, odnosno postavlјanjem zabrane finansiranja fiskalnog deficita kreditima ECB
- 3) uvođenje nadnacionalnih fiskalnih pravila i definisanje postupka u slučaju prekomernih deficita država članica.

Ono je bilo motivisano želјom da se, sprečavanјem prekomernih deficita, očuva fiskalna disciplina i celokupna ekonomska stabilnost unutar EMU.

Elementi fiskalnog sistema EU, fiskalna pravila i zabrana preuzimanja duga, su prvenstveno fokusirani na fiskalnu disciplinu država članica, koja je neohodna da bi se obezbedila cenovna stabilnost u EMU. U EU je skloplјen određeni broj institucionalnih dogovora vezanih za fiskalnu politiku, čiji je glavni cilj bio ograničenje rizika kako bi se obezbedila stabilnost cena¹²⁴:

- zabrana monetarnog finansiranja, odnosno zabrana odobravanja kredita od strane ECB i NCB državama članicama, odnosno institucijama EU (*Prohibition of Monetary Financing*), (član 123. Ugovora o funkcionisanju EU)

Pomenutim članom, monetarnim vlastima Unije se zabranjuje preuzimanje instrumenata duga institucija EU, odnosno država članica.

¹²² De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 63.

¹²³ Golubović, S. (2012.), Fiskalna pravila u Evropskoj monetarnoj uniji, Studentski kulturni centar Niš. Str.: 69-70.

¹²⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html>.

- zabrana povlašćenog pristupa finansijskim institucijama (*Prohibition of Privileged Access to Financial Institutions*), (član 124. Ugovora o funkcionisanju EU)

Ova zabrana važi nezavisno od toga da li se radi o organima Unije ili državama članicama.

Navedene odredbe su direktno u funkciji poštovanja budžetske discipline, odnosno izbegavanja prekomernih javnih deficita. Svaka država članica je odgovorna za svoje javne finansije i nema implicitnih garancija od strane Zajednice ili država članica¹²⁵. Država može da finansira deficit emitovanjem obveznica na finansijskom tržištu, ali prema uslovima koji odgovaraju njenoj kreditnoj sposobnosti. Ukoliko se na tržištu pojavi država sa niskom kreditnom sposobnošću, odnosno koja se ponaša finansijski neodgovorno, to će da dovede do veće premije na rizik. Smisao ovih odredbi je da tržište procenjuje finansijski kapacitet države.

- zabrana preuzimanja dugova država članica (*No-Bail-Out Clause*), (član 125. Ugovora o funkcionisanju EU)

Ova odredba predstavlja ključan aspekt fiskalne discipline u EMU, a inače je bila sadržana u Ugovoru iz Mاستrihta. Zabrana preuzimanja duga se neposredno primenjuje, odnosno u celosti i na jedinstven način u svim državama članicama.

Prema članu 125. Ugovora o funkcionisanju EU: „Unija ne odgovara za obaveze centralnih administracija, regionalnih ili lokalnih organa, drugih javnih organa ili drugih organizacija ili javnih preduzeća neke države članice, niti ih preuzima na sebe, što nema uticaja na međusobne finansijske garancije za zajedničku realizaciju nekog specifičnog projekta. Država članica ne odgovara za obaveze centralnih administracija, regionalnih ili lokalnih organa, drugih javnih organizacija, drugih državnih organizacija ili javnih preduzeća neke druge države članice, niti ih preuzima na sebe, što ne utiče na poštovanje međusobnih finansijskih garancija za zajedničku realizaciju nekog specifičnog projekta.“

Savet može, u slučaju potrebe, a na predlog Komisije i posle konsultovanja Evropskog parlamenta, da utvrdi precizniju primenu zabrana iz članova 123., 124., i 125. Ugovora o funkcionisanju EU.

- fiskalne odredbe za izbegavanje prekomernih javnih deficita (*Fiscal Provisions to Avoid Excessive Government Deficits*), (član 126. Ugovora o funkcionisanju EU, uključujući i postupke u slučaju prekomernih javnih deficita)

Iako je zakonodavstvo EU prepoznalo važnost fiskalne discipline navedenim klauzulama o zabrani monetizacije deficita i preuzimanja duga, i dalje je postojao prostor za izbegavanje njihove primene. To se prvenstveno odnosi na princip solidarnosti (član 122. Ugovora o funkcionisanju EU) koji daje mogućnost finansijske pomoći od strane Unije ukoliko neka država članica zapadne u teškoće izazvane događajima koji su izvan njene kontrole. Pored toga, postoji i mogućnost indirektno finansijske pomoći. Na sekundarnom tržištu može da dođe do akcija spašavanja, kada centralna banka kupuje državne obveznice ili kada centralna banka drži kamatnu stopu niskom, nastojeći da redukuje troškove namenjene plaćanju kamata. U svakom slučaju, diskutabilno je da li će primarni cilj očuvanja stabilnosti cena uspeti da se realizuje i pored političkih pritisaka za pružanje podrške državama koje se suoče sa prevelikom zaduženošću.

¹²⁵ Smits, R., (1997), *The European Central Bank: Institutional Aspects*, Kluwer Law International, Hague. Str.: 77-78.

- Pakt o stabilnosti i rastu (*Stability and Growth Pact - SGP*), (podzakonski akti na osnovu člana 121. i 126. Ugovora o funkcionisanju EU).

Pored toga, fiskalni ugovor, u okviru Sporazuma o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji (*Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union - TSCG*), predviđa realizaciju pravila uravnoteženog budžeta na nacionalnom nivou i dalje jačanje postupka u slučaju prekomernih javnih deficita u okviru SGP.

Optimalna fiskalna pravila treba da budu¹²⁶:

- dobro definisana
- transparentna
- odgovarajuća
- jednostavna
- fleksibilna
- održiva
- primenjiva
- efikasna.

Međutim, nijedno fiskalno pravilo ne može u potpunosti da kombinuje sve poželjne osobine. Prema tome, neophodno je da se napravi određena razmena među ovim optimalnim karakteristikama i da se utvrde prioriteti.

Koordinacija fiskalnih politika država članica i uvođenje odgovarajućih fiskalnih pravila služe za otklanjanje ključnih nedostataka EMU. Fiskalna pravila sadržana u mastrihtskim kriterijumima konvergencije i SGP predstavljaju odraz koncepcije EMU koja je usmerena ka realizaciji primarnog cilja - stabilnosti cena. Postoji više razloga za uvođenje fiskalnih pravila u EMU¹²⁷:

- minimiziranje preliivanja negativnih eksternalija između država članica EMU
- fiskalna pravila su bila od koristi državama (posebno ukoliko je reč o decentralizovanim državama) u ispunjenju kriterijuma definisanih zakonodavstvom Unije
- uvođenje fiskalnih pravila može da se opravda potrebom očuvanja fiskalne discipline u uslovima nepovoljnih kretanja (na primer, jačanje sposobnosti država da se nose sa budžetskim konsekvencama starenja stanovništva)
- definisanje fiskalnih pravila doprinosi ostvarenju i ostalih ciljeva (na primer, ciljeva u pogledu visine javne potrošnje, nivoa poreskog opterećenja, itd.).

U EU je postepeno ostvaren koncenzus o potrebi razvijanja odgovarajućih fiskalnih okvira. Poštovanje nadnacionalnih i nacionalnih fiskalnih pravila je bilo ključno za fiskalnu održivost unutar evrozone.

Ugovorom iz Mاستrihta su definisani temelji monetarne unije i kriterijumi konvergencije koje države moraju da ispune da bi mogle da pristupe EMU. Oni su kreirani sa idejom da se obezbedi prevencija fiskalnih kriza koje bi imale negativan uticaj na države članice, i ostvari glavni cilj koji je ECB odredila – cenovna stabilnost. Zakonodavstvo Unije je uvelo dva mehanizma fiskalne discipline. Prvi čini odredba kojom se zabranjuje preuzimanje dugova, koja ujedno predstavlja korak napred ka eliminaciji problema moralnog hazarda koje prouzrokuju države članice svojim očekivanjem da će neko drugi da pokrije njihov dug. Drugi mehanizam čine fiskalni

¹²⁶ Kopits, G., Symansky, S., (1998), »Fiscal Policy Rules«, IMF Occasional Paper 162, www.imf.org.

¹²⁷ Kennedy, S., Robbins, J., Delorme, F., (2001), »The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance«, *Fiscal Rules Conference*. Str.: 239.

kriterijumi konvergencije, kojima se sprečava nastanak prekomernih deficita. Postavljanjem ograničenja u pogledu visine budžetskog deficita i udela javnog duga, su stvoreni uslovi za vođenje održive fiskalne politike, odnosno politike koja neće da ugrozi ostvarivanje stabilnosti cena.¹²⁸

Potencijalna tenzija između fiskalnih i monetarnih nadležnih organa je prisutna u svakoj ekonomiji, pri čemu navedene tenzije mogu da budu više izražene u EMU zbog činjenice da je fiskalna politika decentralizovana a monetarna politika centralizovana, pa je teže da se uspostavi koordinacija ili je u delimičnom interesu pojedinih nacionalnih ekonomija. To ukazuju na potrebu za postojanjem kriterijuma jer je očigledno da su zdrave i održive fiskalne i monetarne politike od fundamentalnog značaja za uspeh EMU. Suprotno bi ugrozilo kredibilitet politike i, u kontekstu EMU, moglo bi da utiče na stvaranje i prelivanje negativnih eksternalija između država članica kroz kanale kamatnih stopa.¹²⁹

Fiskalni kriterijumi su uneti u osnivačke akte Unije kako bi definisali fiskalnu politiku koja će da pruži neophodnu podršku monetarnoj politici. Prema članu 126. Ugovora o funkcionisanju EU, to je fiskalna politika kod koje referentne vrednosti ne prelaze vrednosti od:

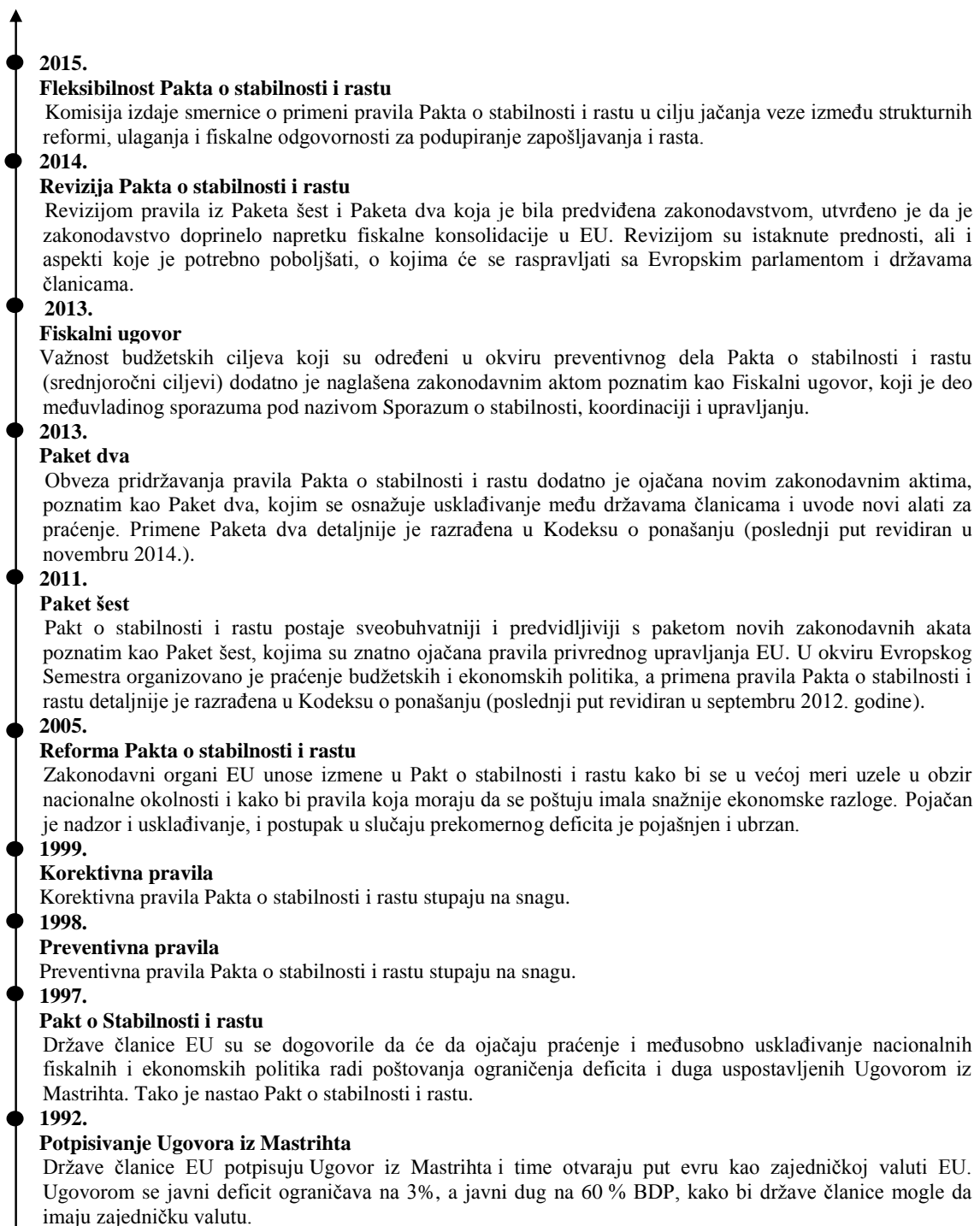
- 3% za odnos između predviđenog ili ostvarenog javnog deficita i BDP merenog tržišnim cenama
- 60% za odnos između javnog duga i BDP merenog tržišnim cenama.

Kriterijumi definisani Ugovorom daju prostor za određeni stepen fleksibilnosti. Tako je moguće da se toleriše i budžetski deficit nešto iznad referentne vrednosti. Prema članu 126. ovo odstupanje je moguće ako je prevazilaženje referentne vrednosti samo izuzetno i privremeno (na primer, kao posledica pada realnog BDP). Zatim, države koje su prethodno imale izuzetno visoke budžetske deficite, koje su kontinuirano smanjivale budžetski deficit, tako što su smanjile njegovu veličinu i približile se referentnoj vrednosti od 3% BDP. Takođe, tačkom b) stava 2. člana 126. predviđeno je da se države sa prethodno visokim udelom javnog duga u BDP tretiraju kao države koje su ispunile fiskalni kriterijum, pod uslovom da im se udeo duga približava referentnoj vrednosti i to zadovoljavajućom dinamikom.

¹²⁸ Wagner, H., (2001), »Preconditions for the Success of the European Monetary Union«, u Haller, M., *The Making of the European Union – Contributions of the Social Sciences*, Springer-Verlag, Berlin, 43-65. Str.: 53-54.

¹²⁹ Fatas, A., Mihov, I., (2010), »The Euro and Fiscal Policy«, u Alesina, A., Giavazzi, F., *Europe and the Euro*, National Bureau of Economic Research, 287-324, www.nber.org/chapters/c11656. Str: 289.

5.2. PAKT O STABILNOSTI I RASTU



Grafikon 26: Pakt o stabilnosti i rastu kroz vreme

Izvor: Evropska Komisija.

Fiskalni položaj EU je određen fiskalnom politikom koju vode države članice, zato što je prema načelu supsidijarnosti fiskalna politika ostala u nadležnosti država

članica. Fiskalni kriterijumi koje država članica EU treba da ispuni da bi se priključila EMU su jasno definisani u Ugovoru iz Maastrichta. Međutim, način očuvanja fiskalne discipline država članica nakon što pristupe EMU nije bio definisan. S obzirom na to da nacionalne fiskalne politike karakteriše efekat preliivanja, u EMU je postojala potreba za uvođenjem nekog mehanizma za koordinaciju fiskalne politike zasnovanog na fiskalnim pravilima¹³⁰.

Nemačka je dala inicijativu za donošenje odgovarajućeg pravnog akta kojim bi se utvrdila obaveza država članica EMU da vode odgovornu fiskalnu politiku. Uvođenje jasnih fiskalnih pravila bi sprečilo nastanak prekomernih deficita, ojačalo ekonomsku komponentu EMU i stvorilo uslove za održivu i trajnu konvergenciju privreda država članica EMU. Pored toga, od postavljenih fiskalnih okvira se očekivalo dalje ograničavanje javne potrošnje i njeno prestrukturiranje u korist javnih investicija, koje je trebalo da stvore pogodno poslovno okruženje i razvoj infrastrukture, što bi imalo pozitivne efekte i na privatne investicije¹³¹.

1997. godine donet je Pakt o stabilnosti i rastu (*SGP*), a stupio je na snagu 1999. godine. Cilj SGP je da osigura da države članice disciplinovano sprovedu fiskalne politike. Prilikom donošenja SGP, pošlo se od principa da su zdrave javne finansije nužan uslov za postizanje i očuvanje ukupne makroekonomske stabilnosti. Predstavljao je svojevrsni nastavak maastrichtskih kriterijuma, i usvojen je da bi države članice nastavile da vode odgovorne fiskalne politike i nakon ulaska u EMU, odnosno da bi se očuvala stabilnost cena koja može da se narušiti fiskalnom nedisciplinom država članica. Prema tome, očekivalo se da će SGP da obezbedi kontinuirano poštovanje budžetske discipline država članica, koja je ostvarena u finalnoj fazi nastanka EMU. Takođe, trebalo je da ugrađena fiskalna ograničenja ojačaju kredibilitet EMU.

Glavni cilj SGP je sprečavanje pojave prekomernih deficita, radi osiguranja fiskalne discipline, razboritog upravljanja javnim finansijama, i očuvanja ekonomske stabilnosti unutar EMU. U skladu sa SGP, smatra se da su deficiti prekomerni kada su iznad 3%. Osnovna svrha SGP se odnosila na dodatno pojašnjenje postupka u slučaju prekomernih javnih deficita (*Excessive Deficit Procedure - EDP*), koji je definisan u članu 126. Ugovora o funkcionisanju EU, i otklanjanje nejasnoća vezanih za način izveštavanja i moguće sankcije u slučaju nepoštovanja postavljenih pravila. SGP detaljnije određuje sadržaj odredbi o fiskalnoj disciplini i definiše zdravu fiskalnu politiku. Da bi se ostavio prostor da automatski stabilizatori odigraju svoju ulogu, SGP je takođe odredio da je srednjoročni cilj (*Medium-Term Objective – MTO*) fiskalne politike svake države članice uspostavljanje budžetske pozicije koja je blizu ravnoteže ili u suficitu¹³². Srednjim rokom se smatra period od tri godine.

SGP je skup pravila osmišljenih kako bi se osiguralo da države članice EU održavaju svoje javne finansije zdravima i međusobno usklađuju svoje fiskalne politike¹³³. Neka pravila SGP služe za sprečavanje kretanja fiskalnih politika u potencijalno problematičnom smeru, dok druga služe za korigovanje prekomernog budžetskog deficita ili prekomernog javnog duga.

¹³⁰ Artis, M. J., (2003), »The Stability and Growth Pact: Fiscal Policy in the EMU«, u Breuss, F., Fink, G., Griller, S., *Institutional, legal and Economic Aspects of the EMU*, Springer, Wien. Str.: 101-102.

¹³¹ Louis, J. V., (2007), »The Legal Foundations of the SGP in Primary and Secondary EC Law«, u Breuss, F., *The Stability and Growth Pact Experiences and Future Aspects*, Springer-Verlag, Wien, 1-30. Str.: 4.

¹³² Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 533.

¹³³ http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm.

SGP sadrži¹³⁴:

- elemente prevencije

Cilj SGP je da redovnim nadgledanjem javnih finansija spreči da budžetski manjkovi članica premaše 3% BDP.

- elemente odvratanja

U situaciji kada budžetski manjak pređe referentnu vrednost od 3% BDP, od date države članice se zahteva da preduzme korektivne mere, a ako se budžetski manjak tokom datog perioda ne smanji, ostavlja se mogućnost nametanja sankcija

- političku obavezu

Sve uključene strane (Komisija, Savet, i države članice) obavezale su se na punu i blagovremenu primenu procesa nadgledanja državnih finansija.

SGP sadrži odredbe o fiskalnoj disciplini u EMU, koje mogu da se podele u dve grupe (*Twin-track* strategija)¹³⁵:

- 1) odredbe kojima se uređuje multilateralni nadzor budžetskih pozicija - preventivni sistem

Vlade imaju sklonost ka stvaranju deficita usled domaćih pritisaka i ostvarivanja političke prednosti. SGP može da dovede do suprotnog pritiska, odnosno pritiska jednakih, koji je nazvan uzajamno nadgledanje¹³⁶. Preventivne mere su osmišljene tako da ministri finansija učestvuju u zajedničkoj raspravi o fiskalnoj politici svake države u nadi da će to biti dovoljno da se postigne budžetska disciplina. Smisao prevencije je u tome da spreči potrebu za popravkama.

Kada država ne ispuni zahteve SGP, Ekonomski i finansijski savet (*Economic and Financial Affairs Council - ECOFIN*) postepeno primenjuje pritisak jednakih, koji započinje ranim upozorenjem. Sistem ranog upozorenja (*Early Warning System - EWS*) čini osnovu preventivnog sistema, i odnosi se na srednjeročne projekcije budžetskih pozicija, i njim se u ranoj fazi prepoznaju eventualne prepreke u poštovanju fiskalnih pravila definisanih u SGP. Formalno, svaka vlada podnosi na početku svake godine budžetsku projekciju za tekuću godinu i naredne tri godine. Države članice su obavezne da podnose Savetu ministara i Evropskoj komisiji sve informacije neophodne za multilateralni nadzor, u redovnim intervalima, u obliku Programa stabilnosti za države članice EMU i Programa konvergencije za ostale države članice EU koje nisu deo evrozone.

Prema Uredbi o izgradnji budžetske kontrole i koordinaciji ekonomskih politika država članica, Program stabilnosti treba da sadrži informacije o¹³⁷:

- srednjoročnom cilju uspostavljanja budžetske ravnoteže ili suficita
- očekivanjima u pogledu ekonomskog razvoja
- kretanju važnih ekonomskih varijabli koje su relevantne za realizaciju stabilizacionog programa (na primer: rast realnog BDP, zaposlenosti i inflacije)

¹³⁴ Šabić, A., (2006), »Reforma pakta o stabilnosti i rastu«, *Financijska teorija i praksa* 30 (3): 283-293. Str.: 285-286.

¹³⁵ Šimović, H., (2005), »Fiskalna politika u EU i Pakt o stabilnosti i rastu«, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* 3. Str.: 79.

¹³⁶ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 535.

¹³⁷ The Council of the European Union, (1997), »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* L 209 (40): 1-6.

- budžetskim i drugim ekonomsko-političkim merama koje su preduzete ili čije se preduzimanje predviđa radi ostvarivanja ciljeva programa
- kvantitativnim efektima glavnih mera na budžet
- promenama u glavnim ekonomskim varijablama
- efektima promena u varijablama na budžetsku poziciju i poziciju javnog duga.

Kratkoročnim nadzorom (*Short-Term Surveillance*) proveravaju se trenutne budžetske pozicije na osnovu polugodišnjih izveštaja. Komisija i ECOFIN sprovođenjem multilateralnog nadzora analiziraju Program stabilnosti, procenjuju i daju mišljenje da li je realan srednjoročni budžetski cilj, odnosno da li fiskalna pozicija omogućava dovoljno prostora da se unutar normalnih cikličnih fluktuacija fiskalni deficit održi u granicama referentne vrednosti od 3% BDP. Takođe, Savet procenjuje da li sadržaj Programa stabilnosti olakšava koordinaciju ekonomske politike, i da li je ekonomska politika države članice kreirana u skladu sa opštim smernicama, utvrđenim na nadnacionalnom nivou. U slučaju kada je mišljenje Saveta ministara negativno, država članica mora da izvrši izmenu u Programu stabilnosti, kako bi u ponovljenom postupku dobila pozitivnu ocenu. Međutim, ukoliko se proceni da je došlo do velikog odstupanja budžetske pozicije od srednjoročnog cilja budžetske politike, Savet odlučujući kvalifikovanom većinom, na preporuku Komisije i uz prethodno konsultovanje ECOFIN, može datoj državi članici da uputi neophodne preporuke, koje predstavljaju korektivne mere.

Sadržaj Programa konvergencije (za države članice EU koje nisu u evrozoni) i postupaka je isti kao kod Programa stabilnosti, sa jedinom razlikom koja se odnosi na činjenicu da ECOFIN ne može da nametne kazne, već samo može da iznese preporuke. Međutim, za države čiji je cilj da se priključe EMU, nepridržavanje pravila SGP podrazumeva kršenje kriterijuma koji se odnose na budžet.

- 2) odredbe kojima se uređuje postupak u slučaju prekomernog deficita (*EDP*) - korektivne mere.

Nakon što država za koju ECOFIN zaključi da će verovatno da ostvari prekomeran deficit dobije rano upozorenje, takođe dobija i preporuke za koje se očekuje da ih prati da bi sprečila da dođe u situaciju prekomernog deficita.

Fiskalna pravila u EU su bila delimično fleksibilna, zato što su se kod utvrđivanja preporuka uvažavale i olakšavajuće okolnosti (na primer: recesija, prirodne katastrofe i slično). SGP uzima u obzir činjenicu da ozbiljne recesije koje su izvan kontrole vlada mogu brzo da prouzrokuju produblivanje deficita. Pokušaj da se deficit anulira tokom recesije podrazumeva usvajanje restriktivne politike koja može da produbi recesiju¹³⁸. SGP je zbog toga definisao izuzetne okolnosti kada njegove odredbe mogu automatski da se suspenduju. EDP je uređen Uredbom o ubrzanju i objašnjenju postupka u slučaju prekomernog deficita. Uredba je omogućavala da se odstupanje deficita od referentne vrednosti tretira kao privremeno, u slučajevima kada budžetska procena Komisije ukazuje da će deficit biti sveden na referentnu vrednost nakon prestanka izuzetnih okolnosti ili ozbiljnog ekonomskog poremećaja.

Komisija je, prilikom sastavljanja izveštaja o neispunjenju fiskalnih kriterijuma, morala da proceni da li veći deficit u odnosu na referentnu vrednost u datoj državi članici treba da se tretira kao privremen. Deficit koji premašuje 3% smatra se izuzetnom okolnošću kada BDP države opada za bar 2% tokom posmatrane godine. Ukoliko je

¹³⁸ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 533.

došlo do pada realnog BDP između 0,75% i 2% onda je dozvoljen prekomerni deficit, ali uz prethodno pribavljenu saglasnost Saveta¹³⁹. Kada proizvod opada za manje od 0,75% ne može da se tvrdi da je reč o izuzetnim okolnostima.

Pored toga, Uredba predviđa da prilikom odlučivanja o tome da li postoji ili ne postoji prekomerni deficit Savet u svojoj proceni uzima u obzir i stanovište država članica kod kojih je registrovan godišnji pad realnog BDP za manje od 2%. Odluku o tome da li je država članica u situaciji prekomernog deficita donosi ECOFIN, postupajući po predlogu Evropske komisije¹⁴⁰. Uredba predviđa etapni mehanizam u primeni mera protiv države koja se suočava sa fiskalnim poteškoćama, odnosno procedura u slučaju prekomernog deficita podrazumeva sledeće korake¹⁴¹:

- utvrđivanje preporuka državi članici kako bi otklonila fiskalnu neravnotežu u roku od četiri meseca, kojom se ujedno određuje i rok za otklanjanje deficita, koji bi prema Uredbi trebalo da bude otklonjen u narednoj godini, osim u slučaju postojanja posebnih okolnosti
- objavljivanje preporuka Saveta, ukoliko država članica u propisanom roku nije preduzela efikasnu akciju
- nametanje detaljnih mera za smanjivanje deficita od strane Saveta, u slučaju kada se država članica ne pridržava preporuka, u obimu koji se proceni da je neophodan kako bi se stanje popravilo
- uvođenje sankcija predviđenim zakonodavstvom EU u slučaju da država članica i dalje ne primenjuje zadate mere.

Ukoliko država članica nije spremna da primeni mere za otklanjanje deficita, Savet ministara može da odluči da primeni ili pojača jednu ili više od sledećih mera¹⁴²:

- objavljivanje dodatnih informacija
Njih bi precizirao Savet, pre nego što država članica emituje obveznice i hartije od vrednosti za finansiranje deficita
- zahtev da Evropska investiciona banka (*European Investment Bank – EIB*) izvrši preispitivanje kreditne politike
- obavezu deponovanja beskamatnog depozita u određenom iznosu

Veličina depozita zavisi od fiksnog (inicijalnog) dela koji iznosi 0,2% BDP, kao i varijabilnog dela koji iznosi 0,1% za svaki procentni poen za koji je ostvareni deficit veći od referentnog (3% BDP), do maksimalnog iznosa od 0,5% BDP.

U sledećoj tabeli je prikazan raspored kazni u obliku depozita kod Komisije.

¹³⁹ Obadić, A, (2005), »Koordinacija ekonomskih politika i fiskalni kriteriji konvergencije u procesu proširenja EU«, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* 3. Str.: 65.

¹⁴⁰ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html>.

¹⁴¹ The Council of the European Union, (1997), »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* L 209 (40): 6-12.

¹⁴² The Council of the European Union, (1997), »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* L 209 (40): 6-12.

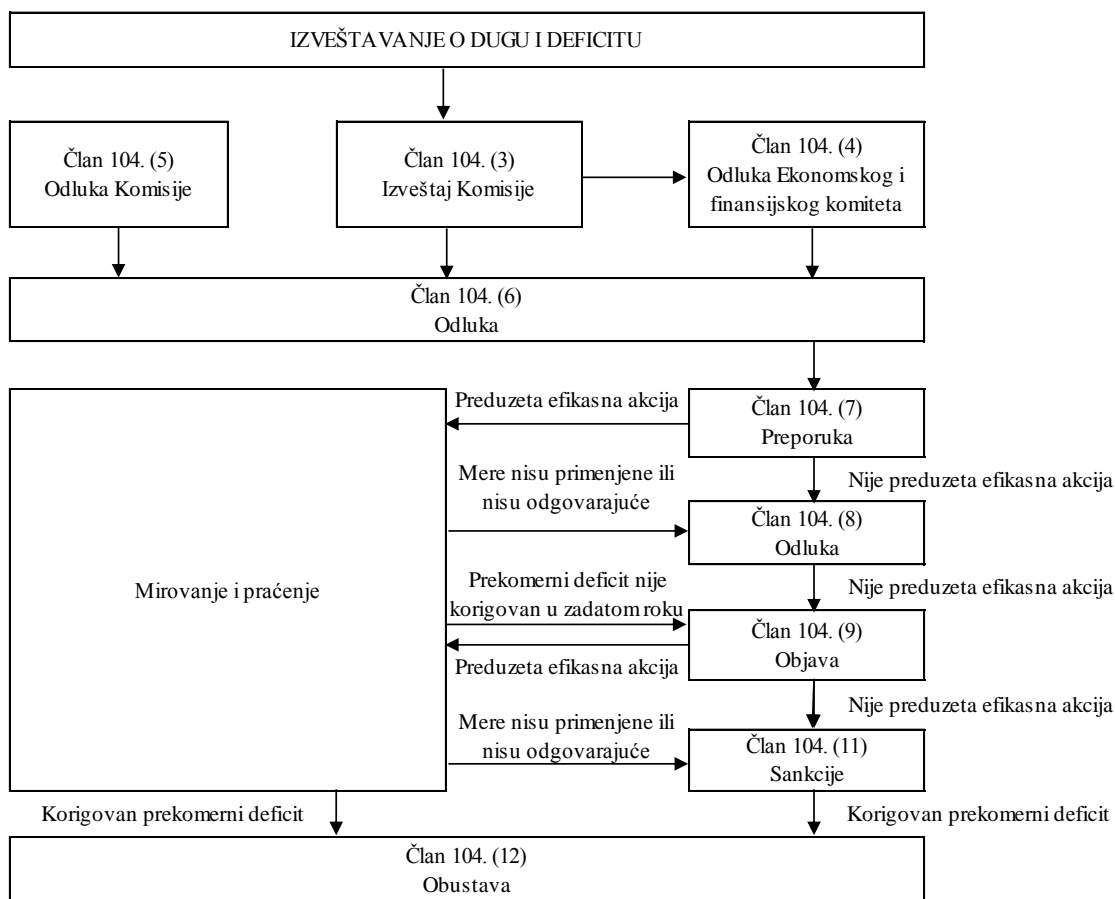
Tabela 8: Raspored kazni

Veličina deficita (% BDP)	Veličina kazne (% BDP)
3	0,2
4	0,3
5	0,4
6+	0,5

Izvor: Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 536.

- o pretvaranje beskamatnog depozita u novčanu kaznu.
Ukoliko u roku od dve godine od dana donošenja odluke o obavezi polaganja beskamatnog depozita prekomerni javni deficit ne bude korigovan, onda se ovaj depozit pretvara u novčanu kaznu.

Sledi grafički prikaz glavnih koraka EDP, u skladu sa članovima Uredbe.



Grafikon 27: Glavni koraci postupka u slučaju prekomernog deficita

Izvor: Morris, R. Ongena, H., Schuknecht, L. (2006), »The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact«, Occasional paper Series 47, *www.ecb.int*. Str.: 14.

Tabela 9: Vremenski prikaz postupka u slučaju prekomernog deficita

Vremenski periodi	Mere
1. marta (godina t) ili 1. septembra (godina t)	Države članice dostavljaju izveštaje (projekcije) Komisiji o svojim javnim finansijama
1. juna (godina t) ili 1. decembra (godina t)	Savet donosi odluku o prekomernom deficitu na osnovu izveštaja Komisije, i izdaje preporuke za smanjivanje deficita
1. oktobra (godina t) ili 1. aprila (godina t+1)	Savet odlučuje da li su preduzete akcije u skladu sa preporukama i uvodi detaljnije preporuke koje javno objavljuje
1. novembra (godina t) ili 1. maja (godina t+1)	Savet donosi odluku o uvođenju sankcija, odnosno konkretnih mera za smanjivanje prekomernog deficita (depozit)
1. januara (godina t+1) ili 1. jula (godina t+1)	Savet implementira prethodno usvojene sankcije
1. maja (godina t+1) ili 1. novembra (godina t+1)	Savet donosi odluku o intenzivnijim merama (sankcijama) ili ukida sankcije

Izvor: Eijffinger, S.C.W., De Haan, J., (2000), *European Monetary and Fiscal Policy*, Oxford University Press, New York. Str.: 89.

Primena SGP tokom prvih nekoliko godina je imala zadovoljavajuće rezultate, zato što je u tom periodu došlo do poboljšanja fiskalnih parametara. Primena fiskalnih pravila u EMU je imala pozitivan uticaj na uspostavljanje fiskalne discipline, posebno u periodu između 1997. i 2000. godine. Do kraja 2000. godine, pet manjih država EU (Belgija, Irska, Luksemburg, Holandija i Finska) je uspelo da drastično poboljša svoju fiskalnu poziciju i ostvari suficit. Od ostalih država članica EMU, jedino je Portugalija imala budžetski deficit veći od 2% BDP.

Tabela 10: Razvoj fiskalnih pokazatelja tokom primene Pakta o stabilnosti i rastu (% BDP-a)

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.
Stanje budžeta opšte države							
Belgija	-0,8	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,1	0,0
Nemačka	-2,2	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,7
Grčka	-4,3	-3,4	-4,0	-5,4	-4,9	-5,8	-6,9
Španija	-3,0	-1,1	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,1
Francuska	-2,6	-1,7	-1,5	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irska	2,4	2,5	4,4	0,8	-0,6	0,2	1,5
Italija	-2,8	-1,7	-1,9	-3,1	-2,9	-3,4	-3,4
Luksemburg	3,2	3,3	5,9	5,9	2,0	0,2	-1,1
Holandija	-0,7	0,6	1,5	-0,2	-2,0	-3,1	-1,9
Austrija	-2,3	-2,2	-1,8	0,0	-0,5	-1,5	-1,1
Portugalija	-3,0	-2,7	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,2
Finska	1,7	1,7	7,0	5,1	4,1	2,5	2,3
Evrozona	-2,2	-1,3	-1,0	-1,8	-2,5	-3,0	-2,8
Ciklično korigovanje stanja budžeta							
Belgija	-0,4	-0,6	-0,9	0,0	-0,2	0,4	0,0
Nemačka	-1,7	-1,1	-1,7	-3,3	-3,7	-3,4	-3,4

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.
Grčka	-3,4	-2,6	-3,5	-5,4	-5,0	-6,2	-7,7
Španija	-2,6	-1,4	-1,9	-1,4	-0,8	-0,2	0,0
Francuska	-2,5	-2,1	-2,6	-2,6	-3,8	-4,1	-3,6
Irska	1,8	1,0	2,4	-0,7	-1,8	-0,5	1,4
Italija	-2,4	-1,6	-2,8	-4,1	-3,4	-3,4	-3,3
Luksemburg	4,0	2,9	4,1	5,2	1,7	0,9	-0,5
Holandija	-1,5	-0,8	-0,3	-1,3	-1,9	-2,1	-0,9
Austrija	-2,4	-2,7	-2,8	-0,3	-0,3	-1,0	-0,8
Portugalija	-3,4	-3,5	-4,5	-5,5	-3,5	-2,5	-2,7
Finska	0,4	0,6	5,3	4,8	4,3	3,0	2,5
Evrozona	-2,0	-1,5	-1,9	-2,6	-2,8	-2,8	-2,6
Dug opšte države							
Evrozona	73,0	71,7	69,2	68,3	68,1	69,3	69,8

Izvor: Evropska Komisija, AMECO baza podataka.

SGP je bio i ostaće kontroverzan. Iako je bilo očigledno da je u EMU neophodno da se uspostavi odgovarajući nivo fiskalne discipline uvođenjem fiskalnog pravila, SGP je često kritikovan, pre svega zbog krutosti jednobraznih pravila. SGP je preneglašavao značaj fiskalnih pravila, odnosno više je vođen strahom od neodrživih dugova i deficita, nego potrebom za fleksibilnošću. Krutost fiskalnih pravila je stvarala rizik da kapacitet nacionalnih budžeta u funkciji automatskih stabilizatora tokom recesije bude narušen, čime se recesija intenzivira¹⁴³.

Teškoće u primeni SGP u EMU su posebno eskalirale tokom 2003. i 2004. godine, kada su se države poput Nemačke i Francuske suočile sa problemom očuvanja fiskalne discipline, što se negativno odrazilo na fiskalne pokazatelje. Jedan od razloga za to je bila činjenica da, i pored povoljnih ekonomskih prilika, većina država nije uspela da sprovede do kraja proces fiskalne konsolidacije. Glavni problem koji se ispoljio u prvim godinama primene SGP se odnosio na nedelotvornost u primeni sankcija, odnosno novčanih kazni za države koje su prekršile pravila o prekomernom budžetskom deficitu, što je prouzrokovalo narušavanje njegovog kredibiliteta¹⁴⁴.

Pogoršanje fiskalnih pokazatelja koje je intenzivirano od 2003. godine, stalna kritika krutosti i nedostatak fleksibilnosti, jednoobraznosti i nedovoljno posvećivanje pažnje specifičnim ekonomskim okolnostima pojedinačnih država članica, su predstavljali glavne razloge za započinjanje reforme SGP. Reforma je rukovođena željom da se obezbedi odgovarajuća ravnoteža između potencijalno visokog stepena diskrecije u nadzoru i koordinaciji fiskalnih politika i potrebe da se zadrži okvir za vođenje fiskalne politike koji je zasnovan na pravilima, jednostavan i transparentan.

Reforma SGP je sprovedena 2005. godine. Reforma SGP se zasniva na predlogu koji je formulisala Evropska komisija koji je ukazao na pravce potrebnih poboljšanja fiskalnih pravila definisanih SGP vezanim za sledećih pet područja¹⁴⁵:

- povećanje ekonomske utemeljenosti fiskalnih pravila i, povezano sa tim, njihove verodostojnosti

¹⁴³ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 348.

¹⁴⁴ Lastra, R. M., (2006), *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press, New York. Str.: 270.

¹⁴⁵ The Council of the European Union, (2005), »Presidency Conclusions – Brussels 22 and 23 March 2005«, www.europa.eu. Str.: 23.

- jačanje odgovornosti nosioca ekonomske politike na nacionalnom nivou za poštovanje zajedničkih fiskalnih pravila
- fiskalnu konsolidaciju u uslovima povoljnih konjunktturnih okolnosti i sprečavanje procikličnog dejstva fiskalne politike država članica
- uvažavanje pogoršanih ekonomskih uslova u postupku nadzora nad budžetskom pozicijom
- pridavanje većeg značaja visini javnog duga i održivosti javnih finansija u postupku nadzora nad budžetskim stanjem.

Reforma SGP je bila usmerena ka otklanjanju nedostataka ranijih rešenja, a promene su izvršene i u preventivnom i u korektivnom delu. U okviru reforme SGP, najznačajnije promene u preventivnom delu SGP su definisane u Uredbi o izmeni Uredbe o izgradnji budžetske kontrole i koordinaciji ekonomskih politika država članica¹⁴⁶, a najznačajne promene EDP su definisane u Uredbi o izmeni Uredbe o ubrzanju i objašnjenju postupka u slučaju prekomernog deficita¹⁴⁷.

Izmenama SGP, organi EU su nastojali da reformisanim fiskalnim pravilom s jedne strane obezbede vođenje zdrave budžetske politike, a s druge strane veći stepen fleksibilnosti, kao i uvažavanje ekonomskih okolnosti u kojima se to fiskalno pravilo sprovodi. Dok su zagovornici reforme tvrdili da će ove revizije da ojačaju posvećenost i sprovođenje pravila, drugi su isticali potencijalni rizik od slabljenja fiskalnog okvira EU.

Od primene ovog reformisanog fiskalnog pravila se očekivalo da¹⁴⁸:

- uskladi dugoročnu održivost i kratkoročnu stabilnost
- ostvari zahtev u pogledu održivosti javnih finansija i ne ostavi previše prostora za vođenje diskrecione politike
- podstiče ili bar ne otežava reforme za poboljšanje ekonomskog rasta.

Uz ispunjavanje ovih uslova, istovremeno je trebalo da pomogne evrozoni da se suoči sa svojim trenutnim prioritetima, kao što su: starenje stanovništva, proširenje, i potreba za reformama za poboljšanje ekonomskog rasta.

Reformisani SGP je mnogo više bio okrenut podsticanju rasta nego očuvanju stabilnosti u EU. Tome su doprinele povoljne ekonomske prilike i izuzetno niska kamatna stopa na finansijskom tržištu. Uvođenje novih elemenata je podsticalo vođenje popustljive fiskalne politike, a sve manji fokus je bio na fiskalnoj disciplini i održivosti javnih finansija.

Reforma SGP je dovela do određenog napretka, ali nije otklonila glavne primedbe vezane za fiskalne okvire EU. Delotvornost reformisanog SGP je zavisila od političke volje da se primeni fiskalno pravilo. Evropska institucionalna struktura podrazumeva centralizovanu monetarnu politiku sa jedinstvenom valutom i decentralizovane fiskalne politike, što kreira podsticaje za stvaranje velikih hroničnih fiskalnih deficita i porast odnosa duga prema BDP, odnosno da se zbog kratkoročnih

¹⁴⁶ The Council of the European Union, (2005), »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 of the European Union* L 174 (48): 1-4.

¹⁴⁷ The Council of the European Union, (2005), »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 of the European Union* L 174 (48): 5-10.

¹⁴⁸ Coeure, B., Pisani-Ferry, J., (2005), »Fiscal Policy in EMU: Towards a Sustainability and Growth Pact?«, *www.bruegel.org*. Str.: 19.

koristi žrtvuje fiskalna ravnoteža¹⁴⁹. Potrebno je da se postigne efikasan politički dogovor između država članica evrozone kako bi se sprečio nastanak tih deficita.

Značajne reforme SGP bi mogle da utiču na buduće funkcionisanje fiskalnog okvira EMU¹⁵⁰. Poboljšanja SGP su ostvarena po cenu smanjivanja jednostavnosti, što je bila jedna od ključnih prednosti originalnog SGP. Na taj način je smanjena transparentnost celokupnih okvira i povećan rizik od dvosmislenih interpretacija, kao i diskrecione snage država članica, Komisije i Saveta EU. Iz ugla teorije o optimalnim fiskalnim pravilima može da se protumači da je u jednom delu SGP došlo do pomeranja od dobrih pravila. Istovremeno, primetan je napredak kod bolje ekonomske utemeljenosti pravila SGP, pre svega diferenciranosti srednjoročnog budžetskog cilja i eksplicitnog postavljanja zahteva za minimalnim fiskalnim naporom. Prema tome, postoji razmena između jednostavnosti pravila i fleksibilnosti. Aspekt reforme koji najviše zabrinjava je činjenica da su pravila endogena i da mogu ponovo da se menjaju, pogotovo kada ih krši neka velika država članica. Značajne promene u delu koji se odnosi na EDP mogu da se protumače kao slabljenje korektivnog dela SGP i veća tolerancija prekomernih deficita, što bi moglo da dovede do slabljenja fiskalne discipline u budućnosti.

Dok su promene preventivnih mera mogle da se posmatraju kao pomak u korist sofisticiranijih umesto jednostavnih pravila, u kontekstu korektivnih mera povećana fleksibilnost je jasno povezana sa manje strogim pravilima i procedurama¹⁵¹. U poređenju sa SGP, Reforma sadrži više osnova za tolerisanje deficita iznad 3% BDP i produženje rokova za njihovo otklanjanje. Postoji rizik da će veća fleksibilnost zajedno sa potrebom da se pronađe kvalifikovana većina u Savetu da dovede do popustljivijih odluka. Ako odluke postanu manje stoge, a to ne bude kompenzovano većom političkom predanošću i poboljšanom usaglašenošću, to će da rezultira nastankom većih, češćih i dugotrajnijih deficita iznad 3% BDP.

Prema mišljenju ECB, određene izmene preventivnih mera su imale potencijal da ojačaju sistem, ali su izmene korektivnih mera, pre svega veći značaj fleksibilnosti, predstavljale rizik da će doći do slabljenja SGP¹⁵². ECB je smatrala da je od ključnog značaja da sve tri strane, države članice, Evropska komisija i Savet EU, na rigorozan i konzistentan način primjenjuju revidirani okvir. Takođe, naglasila je da fiskalni okvir EMU mora da ostane jasan, jednostavan i primenjiv kako bi se osigurala transparentnost i jednak tretman u primeni SGP.

Reformisani SGP je uneo veći stepen diskrecije u fiskalne okvire EMU, ublažio primenu fiskalnih pravila i uveo političku komponentu u postupak primene¹⁵³. To se odrazilo i na efikasnost primene utvrđenih fiskalnih pravila. U periodu od 2000. do 2007. godine, pravilo o visini budžetskog deficita je više puta prekršeno od strane država članica EMU, a fiskalno najnedisciplinovanije države su bile Grčka, Italija,

¹⁴⁹ Feldstein, M., (2005), »The Euro and the Stability Pact«, <http://www.nber.org/papers/w11249>. Str.: 1-2.

¹⁵⁰ Šabić, A., (2006), »Reforma pakta o stabilnosti i rastu«, *Financijska teorija i praksa* 30 (3): 283-293. Str.: 290-291.

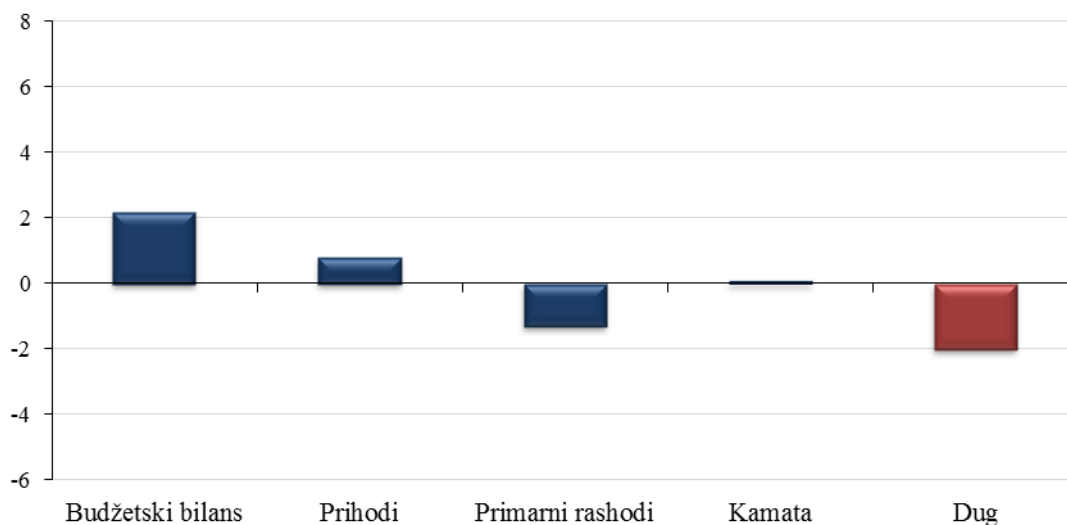
¹⁵¹ Morris, R. Ongena, H., Schuknecht, L. (2006), »The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact«, Occasional paper Series 47, www.ecb.int. Str.: 23.

¹⁵² European Central Bank, (2005), »Statement of the Governing Council on the ECOFIN Council's Report on Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact«, www.europa.eu.

¹⁵³ Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P., Start, J., (2011), »The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform«, Occasional Paper Series 129, www.ecb.int. Str.: 10.

Portugalija, Nemačka i Francuska. Izmenjeni SGP je produžio rokove za primenu EDP, pri čemu je za obustavljanje postupka bilo dovoljno da se registruju minimalni naponi u pravcu smanjenja prekomernog deficita. Za to je dobar primer Grčke iz 2007. godine, kada je postupak u slučaju prekomernog deficita obustavljen na osnovu predloga Komisije, nezavisno od upozorenja od strane ECB u pogledu pouzdanosti podataka i verodostojnosti preduzetih mera (za koje se kasnije pokazalo da je bilo opravdano).

I pored toga, tada je došlo do ponovnog poboljšanja fiskalnog bilansa u periodu do 2007. godine (što se vidi na sledećem grafikonu), pa su celokupna evrozona, kao i mnoge od njenih pojedinačnih država članica, bile izrazito loše pripremljene kada je izbila finansijska kriza.



Grafikon 28: Razvoj fiskalnih pokazatelja u periodu od 2004. do 2007. godine (% BDP)

Izvor: AMECO, ekonomska predviđanja Evropske Komisije i ECB kalkulacije.

* Napomena: navedeni prikaz se odnosi na prvih 12 država članica evrozone.

Poteškoće u implementaciji SGP mogu da se razmatraju iz dva ugla¹⁵⁴:

- sa ekonomskog aspekta

Ciljanje godišnjeg budžetskog deficita može da dovede do procikličnih politika, odnosno politika koje pojačavaju ili usporavaju ili nagli ekonomski razvoj. Reformisani SGP je bio osmišljen na način koji je trebalo da podstakne kontraciklične politike tokom dobrih perioda.

- sa političkog aspekta.

SGP se suočavao sa velikim protivrečnostima. Fiskalna politika je stvar nacionalnog suvereniteta i u rukama je demokratski izabраниh vlasti i parlamenata. Međutim, fiskalna politika je istovremeno shvaćena i kao pitanje koje ima zajednički značaj.

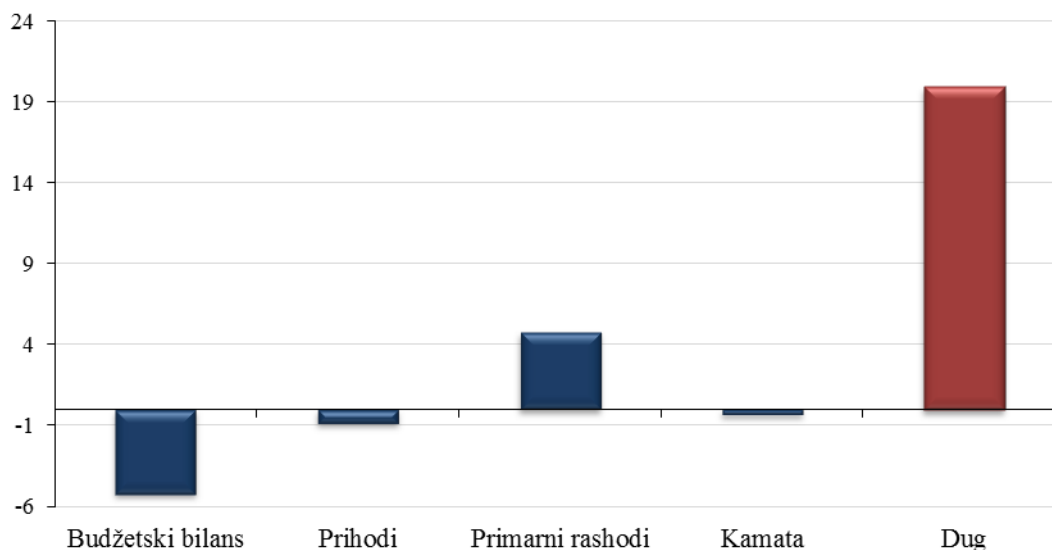
U EMU nije zaživela fiskalna disciplina, čak ni u periodu koji je karakterisao pozitivan privredni rast. Međutim, zbog nepostojanja političke volje, ni prema jednoj

¹⁵⁴ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 543.

državi nije došlo do primene sankcija koje SGP predviđa. Države nisu tretirale odredbe SGP u pogledu visine budžetskog deficita kao obavezujuće, pa su ih u skladu sa tim često kršile, što je prouzrokovalo potpuno narušavanje kredibiliteta fiskalnih okvira. SGP je bio fokusiran na ostvarivanje kratkoročnih efekata, pa su se pojedine države opredeljivale za mere kojima se prividno obezbeđivalo poštovanje fiskalnog pravila, kao što su kreativno računovodstvo ili jednokratne vanbudžetske mere. Takođe, SGP je zanemario ukupnu fiskalnu poziciju države, a poštovanje pravila nije garantovalo da će fiskalna politika adekvatno da reaguje na poremećaje u evrozoni koji zahtevaju koordiniranu akciju.

5.3. NOVI FISKALNI OKVIRI EVROZONE

SGP se pokazao kao neefikasan instrument u obezbeđivanju fiskalne discipline. Od samog nastanka EMU je izostala dosledna primena fiskalnih pravila sadržanih u SGP. Takođe, reforma SGP iz 2005. godine nije uspela da obezbedi potreban nivo fiskalne discipline u EU. Kao posledica loše startne pozicije, duboke ekonomske krize, fiskalne ekspanzije i podrške za finansijski sektor, u periodu od 2007. do 2010. godine je došlo do drastičnog pogoršanja javnih finansija u evrozoni (što se vidi na sledećem grafikonu)¹⁵⁵.



Grafikon 29: Razvoj fiskalnih pokazatelja tokom krize, u periodu od 2007. do 2010. godine (% BDP)

Izvor: AMECO, ekonomska predviđanja Evropske Komisije i ECB kalkulacije.

* Napomena: navedeni prikaz se odnosi na prvih 12 država članica evrozone.

S obzirom na to da se postojeći institucionalni okvir pokazao kao neadekvatan za rešavanje krize, bilo je potrebno da se izvrše njegove izmene kojima bi se otklonile slabosti ispoljene tokom krize. Očekivalo se da će izmenjena pravila da obezbede

¹⁵⁵ Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P., Start, J., (2011), »The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform«, Occasional Paper Series 129, www.ecb.int. Str.: 12.

fiskalnu disciplinu država članica i olakšaju ekonomsko upravljanje EMU. Jačanje postojećih fiskalnih okvira u EMU je ostvareno stupanjem na snagu paketa zakonodavnih mera koji je poznat pod nazivom Paket šest (*Six-Pack*) u decembru 2011. godine. Paket je dobio taj naziv zato što sadrži šest delova zakonodavstva kojima se jača ekonomska uprava, odnosno obuhvata pet novih Uredbi i jednu Direktivu¹⁵⁶. Po pokrivenosti predstavlja jednu od najkompleksnijih promena ostvarenih od uspostavljanja EMU. Usvajanje Paketa šest je ojačalo SGP, odnosno dejstvo fiskalnih pravila. U skladu sa tim su stvorene pretpostavke za jačanje fiskalne discipline, stabilizovanje nacionalnih privreda i prevenciju novih kriza u EMU.

Paket šest obuhvata reformu preventivnih i korektivnih elemenata SGP, navodi nove minimalne uslove za okvir nacionalnog budžeta, novi postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža (*Macroeconomic Imbalance Procedure - MIP*) i jači mehanizam izvršenja zbog novih finansijskih sankcija¹⁵⁷.

Izmenama SGP se uvode sledeće promene¹⁵⁸:

1) jačanje preventivnih mera

Izmenama SGP je istaknuta obaveza država članica da izbegavaju prekomerne budžetske deficite (granica od 3% BDP) i rast javnog duga iznad granice od 60% BDP. Osnovni cilj je prepoznavanje problema prekomernog budžetskog deficita u ranoj fazi, pa samim tim ove mere podrazumevaju efikasniju budžetsku kontrolu i bolju koordinaciju ekonomskih politika država članica, u skladu sa članom 121. Ugovora o funkcionisanju EU. Glavne promene se odnose na:

- veću transparentnost
- striktnu primenu fiskalnih pravila
- efikasniju primenu preventivnih mera

2) jačanje korektivnih mera

Kada države članice ne poštuju referentne vrednosti definisane Ugovorom dolazi do pokretanja EDP. Pravila predviđena SGP su bila neefikasna, tako da reforma fiskalnih okvira uključuje i odgovarajuće promene u domenu korektivnih akcija. Glavne promene se odnose na:

- striktnu primenu fiskalnih pravila
- efikasniju primenu sankcija u slučaju da država članica nije spremna da smanji nivo deficita, odnosno visinu javnog duga

3) otklanjanje uzroka makroekonomske neravnoteže u evrozoni

Države članice EMU su tokom prethodne decenije primenjivale divergentne ekonomske politike, što je prouzrokovalo razlike u nivou konkurentnosti i velike

¹⁵⁶ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1412158671390&uri=URISERV:ec0021>:

- Regulation (EU) No. 1173/2011 on the Implementation of Efficient Budgetary Surveillance in the Euro Area
- Regulation (EU) No. 1174/2011 on Enforcement Measures to Correct Excessive Macroeconomic Imbalances in the Euro Area
- Regulation (EU) No. 1175/2011 Amending the Surveillance Procedures of Budgetary Positions
- Regulation (EU) No. 1176/2011 on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances
- Regulation (EU) No. 1177/2011 Amending the Procedure Concerning Excessive Deficits
- Directive on Requirements for Budgetary Frameworks of the Member States.

¹⁵⁷ European Central Bank, (2012), »A Fiscal Compact for a Stronger Economic and Monetary Union«, *ECB Monthly Bulletin* May 2012, <https://www.ecb.europa.eu>. Str.: 79.

¹⁵⁸ Golubović, S. (2012.), *Fiskalna pravila u Evropskoj monetarnoj uniji*, Studentski kulturni centar Niš. Str.: 160-165.

makroekonomske neravnoteže. Novi mehanizam nadzora, koji ima funkciju da pravovremeno prepozna neravnotežu i omogući korektivnu akciju, se zasniva na sledećim elementima:

- sistemu ranog upozorenja
 - načinu postupanja u slučaju prekomerne makroekonomske neravnoteže.
- 4) periodični nadzor nad ekonomskom politikom i stanjem javnih finansija.

Rokovi za postojeće postupke koordinacije ekonomskih politika su usklađeni u okviru jedinstvenog procesa poznatog pod nazivom Evropski semestar¹⁵⁹. U sklopu Evropskog semestra države članice mogu bolje da usklade ciljeve svojih politika, i da od samog početka postupka donošenja nacionalnih politika vode računa o ciljevima i preporukama u području politika na nivou EU.

Evropski semestar predstavlja novu inicijativu za koordinaciju makroekonomskih i fiskalnih politika koju mnogi ocenjuju kao mini-revoluciju u evropskim integracijama¹⁶⁰. To je tačno utvrđena agenda za prvih šest meseci svake godine u kojoj se budžetske, makroekonomske i strukturne politike država članica usklađuju prvo u Briselu, kako bi se u ranoj fazi procesa definisanja budžeta i ekonomskih politika država članica sagledala celokupna slika na nivou EU i dale preporuke državama članicama, koje one zatim implementiraju na nacionalnom nivou.

Evropski semestar počinje praktično krajem godine, u novembru-decembru, kada Evropska komisija objavljuje Godišnji pregled ekonomskog rasta, koji u martu naredne godine razmatra Evropski savet i daje političke smernice institucijama EU i državama članicama. U aprilu države članice predstavljaju Evropskoj komisiji svoje budžetske planove i programe reformi, koje ona ocenjuje i u maju predlaže posebne preporuke za svaku državu članicu. Ove preporuke se u junu razmatraju na Savetu EU, a u julu ih potvrđuje Evropski savet. Zatim sledi Nacionalni semestar, kada države članice ugrađuju preporuke institucija EU u svoje nacionalne budžete i druge reformske planove i usvajaju ih.

Usvajanje Paketa šest je predstavljalo početni korak u unapređenju fiskalnih okvira evrozona. Proširen je krug varijabli koje se uzimaju u obzir prilikom ostvarivanja multilateralnog nadzora i stvoreni su uslovi za postupno uvođenje sankcija. Međutim, nije rešen krucijalan problem koji se odnosio na dug proces koordinacije ekonomskih politika država članica i kredibilitet sankcija.

Ekonomska i finansijska kriza su otkrile niz slabosti u ekonomskom upravljanju i nadzoru EU. Većina nedostataka u nadzoru je uspešno rešena stvaranjem Evropskog semestra za koordinaciju privredne politike i uvođenjem Paketa šest. S obzirom na veću verovatnoću da privredne i budžetske politike u području jedinstvene valute rezultiraju приметnim učincima prelivanja, ipak je postojala potreba za uspostavljanjem jačih mehanizama. Paket koji je obuhvatao dve uredbe, poznat pod nazivom Paket dva (*Two-Pack*), je stupio na snagu u maju 2013. godine. Paket je imao za cilj jačanje preventivnih mera SGP, zato što se njime podrazumeva da predloži budžetskih planova, i napredak u vezi sa EDP, treba da budu procenjeni i praćeni od strane nezavisnih institucija.

Te dve nove uredbe je trebalo da doprinesu jačanju mehanizama nadzora koji se primenjuju u svim državama članicama evrozona, a da istovremeno uspostave

¹⁵⁹ <http://www.consilium.europa.eu/en/policies/six-pack-two-pack-review/>.

¹⁶⁰ Fond za otvoreno društvo, Evropski Pokret, Srbija, (2015), »Evropa 2020«, <http://www.emins.org/>. Str.: 27-28.

sveobuhvatan i bolje usklađeni režim nadzora za: države članice evrozone koje se suočavaju sa ozbiljnim teškoćama vezanim za njihovu finansijsku stabilnost, države članice koje dobijaju finansijsku pomoć, kao i države članice koje su u procesu obustavljanja primanja takve pomoći.

Prvom uredbom se određuju transparentni, efikasni, pojednostavljeni i predvidivi posebni postupci koji se odnose na pojačan nadzor programa i nadzor nakon isteka programa u državama članicama evrozone, formalizujući prethodno ad hoc pristupe i povezujući finansijsku pomoć i okvir Ugovora o funkcionisanju EU povezanog s koordinacijom privrednih politika država članica¹⁶¹.

Druga uredba se odnosi na sve države članice evrozone sa posebnim odredbama napravljenim za one koje podležu EDP¹⁶². Prema ovoj uredbi, sve države članice evrozone će pratiti zajednički budžetski raspored i zajednička budžetske pravila; pre svega, ispravnost nacionalnih budžetskih procesa će biće poboljšana sa obavezom da se zasniva na nezavisnim makroekonomskim prognozama i da budu postavljene nezavisne institucije za praćenje usklađenosti sa nacionalnim fiskalnim pravilima, uključujući funkcionisanje automatskog mehanizma korekcije zahtevanog od strane TSCG.

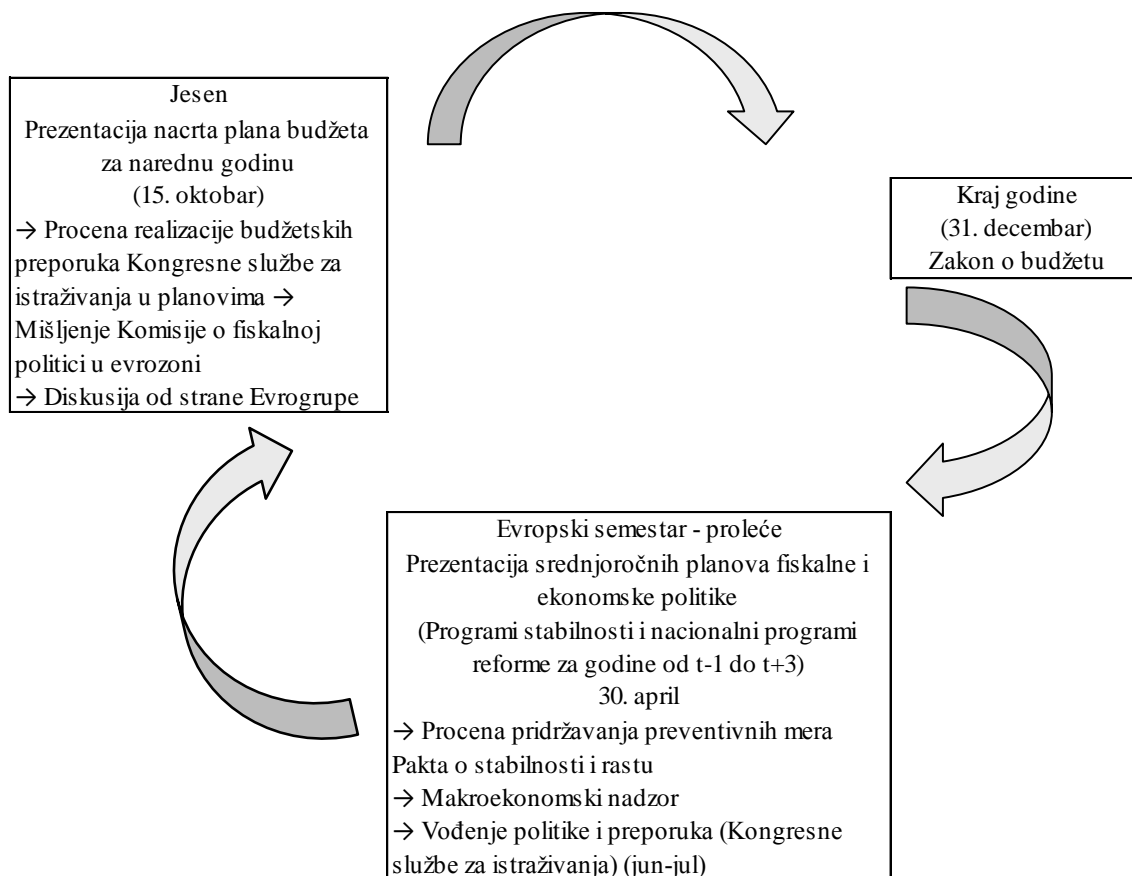
Ključne novine vezane za funkcije fiskalnog nadzora koji proizlaze iz Paketa dva za države članice evrozone podrazumevaju sledeće¹⁶³:

- Evropska komisija je dobila zakonsko pravo da analizira, daje mišljenje i sugeriše eventualne izmene predloga budžeta svake države članice evrozone
- prema novim zajedničkim budžetskim odredbama, za države članice evrozone će biti postavljene nezavisne institucije za praćenje usaglašenosti sa budžetskim pravilima na nacionalnom nivou
- sve države članice evrozone su u obavezi da dostavljaju unapred i blagovremeno izveštaj o svojim nacionalnim planovima za izdavanje duga
- uvedeni su stroži zahtevi za izveštavanje za sve države članice evrozone za EDP
- fiskalna dimenzija boljeg praćenja i nadzora nadovezuje se na već postojeće ali ima i dalekosežnije zahteve vezane za EDP.

¹⁶¹ The Council of the European Union, (2013), »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 (56): 1-10.

¹⁶² The Council of the European Union, (2013), »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 (56): 11-23.

¹⁶³ European Commission, (2013), »Specifications on the Implementation of the Two Pack and Guidelines on the Format and Content of Draft Budgetary Plans, Economic Partnership Programmes and Debt Issuance Reports«, ECOFIN, www.ec.europa.eu. Str.: 5-6.



Grafikon 30: Evropski ciklus praćenja nakon uvođenja Paketa dva

Izvor: European Commission, (2013), »Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact«, Occasional Papers 150, www.ec.europa.eu. Str.: 17.

Strah od širenja dužničke krize koja bi mogla da ugrozi stabilnost u evrozoni prouzrokovao je potrebu za daljim jačanjem ekonomske unije povećavanjem koordinacije nacionalnih politika i usvajanjem Fiskalnog ugovora (*Fiscal Compact*), koji je centralni deo TSCG. Postojalo je mišljenje da bi to predstavljalo dodatni korak ka formiranju fiskalne unije. Fiskalni ugovor je potpisan u martu 2012. godine od strane svih država članica, osim Velike Britanije i Češke Republike, a stupio je na snagu u januaru 2013. godine, i ima oblik međudržavnog sporazuma koji se sprovodi paralelno sa Paketom šest.

Potreba za TSCG u ekonomskoj i monetarnoj uniji je nastala iz činjenice da SGP, uključujući i Paket šest, nije bio dovoljan da obezbedi potrebnu makroekonomsku stabilnost zato što jačanje nacionalnih fiskalnih okvira u velikoj meri zavisi od političke volje država članica da sprovedu neophodna fiskalna pravila.

Sledeća dva elementa: uključenje srednjoročnog cilja u nacionalno zakonodavstvo i uloga nezavisnih institucija u praćenju pridržavanja nacionalnih fiskalnih pravila predstavljaju najinovativnije aspekte Fiskalnog ugovora¹⁶⁴. Obrazloženje vezano za ova dva elementa odražava obrazloženje vezano za Paket dva, a

¹⁶⁴ European Commission, (2013), »Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact«, Occasional Papers 150, www.ec.europa.eu. Str.: 19.

to je da dokazi pokazuju da su nacionalni procesi ključni za postizanje evropskih ciljeva i da nezavisnost institucija uključenih u nacionalni proces garantuje njihovu efikasnost.

Kada su u pitanju fiskalni okviri EMU, Fiskalnim ugovorom se definišu tri ključna elementa¹⁶⁵:

1) „zlatno budžetsko pravilo“ (*golden rule*)

To je najveća novina, od čije primene se očekuje uspostavljanje fiskalne discipline u evrozoni. Prema tom novom pravilu, budžet država članica treba da bude u ravnoteži ili u suficitu¹⁶⁶. Za razliku od izmenjenog SGP, koji je utvrđivao obavezu država članica da izbegavaju prekomerne deficite, Fiskalnim ugovorom se postavlja strože pravilo koje propisuje obavezu očuvanja budžetske ravnoteže, odnosno ostvarivanja budžetskog suficita. U izuzetnim slučajevima je dozvoljena mogućnost postojanja strukturnog budžetskog deficita koji ne može da bude veći od 0,5% za države kod kojih je udeo duga u odnosu na BDP veći od 60%, odnosno 1% za države čiji je udeo duga ispod referentne vrednosti. Fiskalnim ugovorom uglavnom su preuzeta rešenja predviđena u SGP, i „zlatno budžetsko pravilo“ se primenjuje zajedno sa preostalim fiskalnim pravilima.

2) primena „zlatnog pravila“ na nacionalnom nivou kroz ustavnu ili zakonsku odredbu

Svaka država ima obavezu da „zlatno pravilo“ uvrsti u nacionalno zakonodavstvo, čime je obezbeđeno njegovo poštovanje u svim fazama budžetskog procesa. Ta odredba predviđa da je svaka država je u obavezi da definiše automatski korektivni mehanizam koji bi se aktivirao u slučaju značajnog odstupanja od realizacije srednjeročnog cilja, koji predstavlja „kočnice za dugove“ (*debt brakes*), i čiji je cilj stabilizovanje nominalnog nivoa javnog duga¹⁶⁷.

3) institucionalna implikacija „zlatnog pravila“.

Nadnacionalna kontrola budžeta država članica se obavlja kroz striktnu primenu EDP, uključujući primenu sankcija i kontrolu od strane ECJ. Najznačajnije promene se odnose na¹⁶⁸:

- način obavljanja EDP

Fiskalni ugovor predviđa uvođenje programa budžetske i ekonomske saradnje za države, kod kojih je u skladu sa Ugovorom o funkcionisanju EU, utvrđeno postojanje prekomernog deficita. Sadržaj i forma ovog programa definišu se zakonodavstvom EU. Program se podnosi Komisiji i Savetu radi usvajanja i praćenja njegove realizacije u okviru multilateralnog nadzora predviđenog SGP.

- uvođenje kvazi-automatskih sankcija za države za koje se utvrdi da ne poštuju kriterijume u pogledu visine deficita

Izricanje sankcija je olakšano uvođenjem mehanizma obrnutog glasanja kvalifikovanom većinom (*Reverse Qualified Majority Voting - RQMV*). Za razliku od Ugovora o funkcionisanju EU koji je zahtevao kvalifikovanu većinu za usvajanje sankcija prema određenoj državi, Fiskalni ugovor predviđa kvalifikovanu većina za donošenje odluke o neprimenjivanju sankcije.

¹⁶⁵ Fabbrini, F., (2013), »The Fiscal Compact, the "Golden Rule", and the Paradox of European Federalism«, *Boston College International and Comparative Law Review* 36 (1): 1:38.

¹⁶⁶ European Central Bank, (2012), »A Fiscal Compact for a Stronger Economic and Monetary Union«, *ECB Monthly Bulletin* May 2012, <https://www.ecb.europa.eu>. Str.:83.

¹⁶⁷ European Central Bank, (2012), »A Fiscal Compact for a Stronger Economic and Monetary Union«, *ECB Monthly Bulletin* May 2012, <https://www.ecb.europa.eu>. Str.: 90.

¹⁶⁸ Golubović, S. (2012.), *Fiskalna pravila u Evropskoj monetarnoj uniji*, Studentski kulturni centar Niš. Str.: 169-170.

- sudsku kontrolu poštovanja odredbi Fiskalnog ugovora.

Iako su u većini država u SAD na snazi „zlatna pravila“, federalna vlada nikada nije bila uključena u njihovo uvođenje i zabranjeno joj je da se meša u budžetske postupke države¹⁶⁹. Samim tim, neočekivani paradoks se pojavio u novoj ustavnoj konstrukciji EU - iako su prilikom kreiranja institucionalnog odgovora na krizu u evrozoni vlade u državama u više navrata odbacile federalni model iz SAD kao suviše centralizovan i centripetalan za EU, na kraju su uvele režim koji mnogo manje poštuje državni suverenitet nego federalni sistem u SAD.

5.4. IZVRŠENE REFORME FISKALNOG SISTEMA

Nedavni dokazi pokazuju da su reforme SGP i proširenje u šire i zahtevnije uređenje centralnog fiskalnog nadzora, koji je sastavni deo Paketa šest, Paketa dva, i Fiskalnog ugovora, doveli do dalje integracije u fiskalnoj oblasti¹⁷⁰.

Reforma uređenja fiskalnog nadzora EMU kroz Paket šest, Paket dva, i Fiskalni ugovor je dovela do daljeg jačanja uloge Evropske Komisije u ovoj oblasti. Prethodne karakteristike fiskalnog uređenja EMU su ojačane i potvrđeno je oslanjanje na pravila kao uređaj za koordinaciju u EMU. Donja tabela rezimira varijacije u ekspanziji zadataka i prikazuje ovlašćenja koje je dobila Komisija.

Tabela 11: Centralizacija fiskalnih ovlašćenja Evropske komisije u fiskalnom nadzoru: rezime ključnih novostečenih ovlašćenja

	Sankcije			Praćenje i uskladenost			Uticaj na nacionalne fiskalne procedure		
	Veći automatizam	Veća raznolikost	Veća prikladnost	Veća kvantitativna procena	Veća ovlašćenja	Više izveštavanja Evropskoj komisiji	Veća sinhronizacija	Više pouzdanih podataka	Delegiranje uskladenosti
Paket šest	+	+	+	+			+	+	
Paket dva			+		+	+	+	+	+
Fiskalni ugovor	+	+		+		+	+	+	+

Izvor: Schlosser, P., (2014), »The Expansion of Fiscal Surveillance in EMU: an Actor-Centric Analysis«, European University Institute, *Paper presented at the conference "Five Years of Crisis - Lessons Learned and Paths towards a Resilient European Monetary Union"*. Str: 22.

Sledeća tabela rezimira različiti uticaj Nemačke, ECB, Evropske komisije i Evropskog parlamenta na reforme uređenja fiskalnog nadzora EMU.

¹⁶⁹ Fabbrini, F., (2013), »The Fiscal Compact, the "Golden Rule", and the Paradox of European Federalism«, *Boston College International and Comparative Law Review* 36 (1): 1:38. Str.:3-4.

¹⁷⁰ Schlosser, P., (2014), »The Expansion of Fiscal Surveillance in EMU: an Actor-Centric Analysis«, European University Institute, *Paper presented at the conference "Five Years of Crisis - Lessons Learned and Paths towards a Resilient European Monetary Union"*. Str: 22, 24.

Tabela 12: Uticaj učesnika na reforme uređenja fiskalnog nadzora EMU

	Nemačka	Evropska centralna banka	Evropska komisija	Evropski parlament
Paket šest	+		+	+
Paket dva		+	+	+
Fiskalni ugovor	+	+		

Izvor: Schlosser, P., (2014), »The Expansion of Fiscal Surveillance in EMU: an Actor-Centric Analysis«, European University Institute, *Paper presented at the conference "Five Years of Crisis - Lessons Learned and Paths towards a Resilient European Monetary Union"*. Str: 24.

Od svog osnivanja 1997. godine, podzakonski propisi kojima je uređen SGP su bili nekoliko puta reformisani. Prva velika reforma, 2005. godine, uvela je veću fleksibilnost u postupke, uz istovremeno poboljšanje ekonomske osnove fiskalnih pravila. U kontekstu krize suverenog duga, SGP je izmenjen u 2011. godini, sa pet novih uredbi i jednom direktivom - Paket šest, koje su dovele do brojnih izmena sistema, uključujući nova pravila, nove i ranije sankcije, i dodatnu izlaznu klauzulu. U 2013. godini, fiskalno upravljanje je ponovo ojačano. Paketom dva je ojačan budžetski nadzor i koordinacija za države članice evrozone, što je odraz postojanja većeg rizika od preliivanja u okviru područja sa jedinstvenom valutom. Dodatne obaveze su preduzete od strane država članica kroz međudržavni TSCG, čije fiskalne odredbe, poznate kao Fiskalni ugovor, prenose elemente SGP u nacionalne zakonske propise.

Navedene izmene su imale pet osnovnih ciljeva (prikazanih na sledećem grafikonu)¹⁷¹:

- poboljšanje ekonomske osnove fiskalnih pravila

Fiskalna pravila su više fokusirana na fiskalne mehanizme nego na fiskalne rezultate, na koje utiču ekonomske okolnosti koje su izvan kontrole vlasti. Princip da kreator politika ne treba kažnjavati ako su preduzeli odgovarajuće mere podleže delimičnom pomeranju od nominalne ka uslovnoj usklađenosti. Reforma iz 2005. godine je stavila akcenat na koncept strukturne ravnoteže i u preventivnom i u korektivnom delu. U 2011. godini, Evropska komisija je poboljšala merenje strukturnog pokušaja uvođenjem referentne tačke za rashode i koncepta korigovanog fiskalnog pokušaja.

- unapređenje usklađivanja fiskalnih ciljeva sa konačnim dugovnim ciljem

Kao što je naglašeno finansijskom krizom, visok javni dug bi mogao da predstavlja važan izvor ranjivosti. Zabrinutost zbog održivosti duga može da dođe do izražaja kada prouzrokuje porast kamatnih stopa i nagli gubitak pristupa tržištu. Pored toga, ideja, koja je bila prisutna u originalnoj verziji SGP, da će fokusiranje na fiskalni deficit biti dovoljno da suzbije dug i da bi kriterijum duga mogao da bude zanemaren, se pokazala kao netačna iz dva razloga. Kao prvo, u odsustvu mehanizma korekcije, protekli propusti fiskalnog deficita nisu naknadno neutralizovani i zbog toga su se gomilali tokom vremena. Kao drugo, veliki deo povećanja duga je nastao iz prilagođavanja kretanja akcija (kao što je dokapitalizacija banke) koja nisu obuhvaćena

¹⁷¹ Eyraud, R., Wu, T. (2015), »Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe«, IMF Working Paper, WP/15/67, www.imf.org. Str.: 9-11.

ciljnim deficitom. Ovi elementi su doveli do ponovnog fokusa na javni dug, dok je 1/20 smanjenja referentne tačke duga postala potencijalni okidač za EDP u 2011. godini.

- jačanje mehanizma za sprovođenje mera

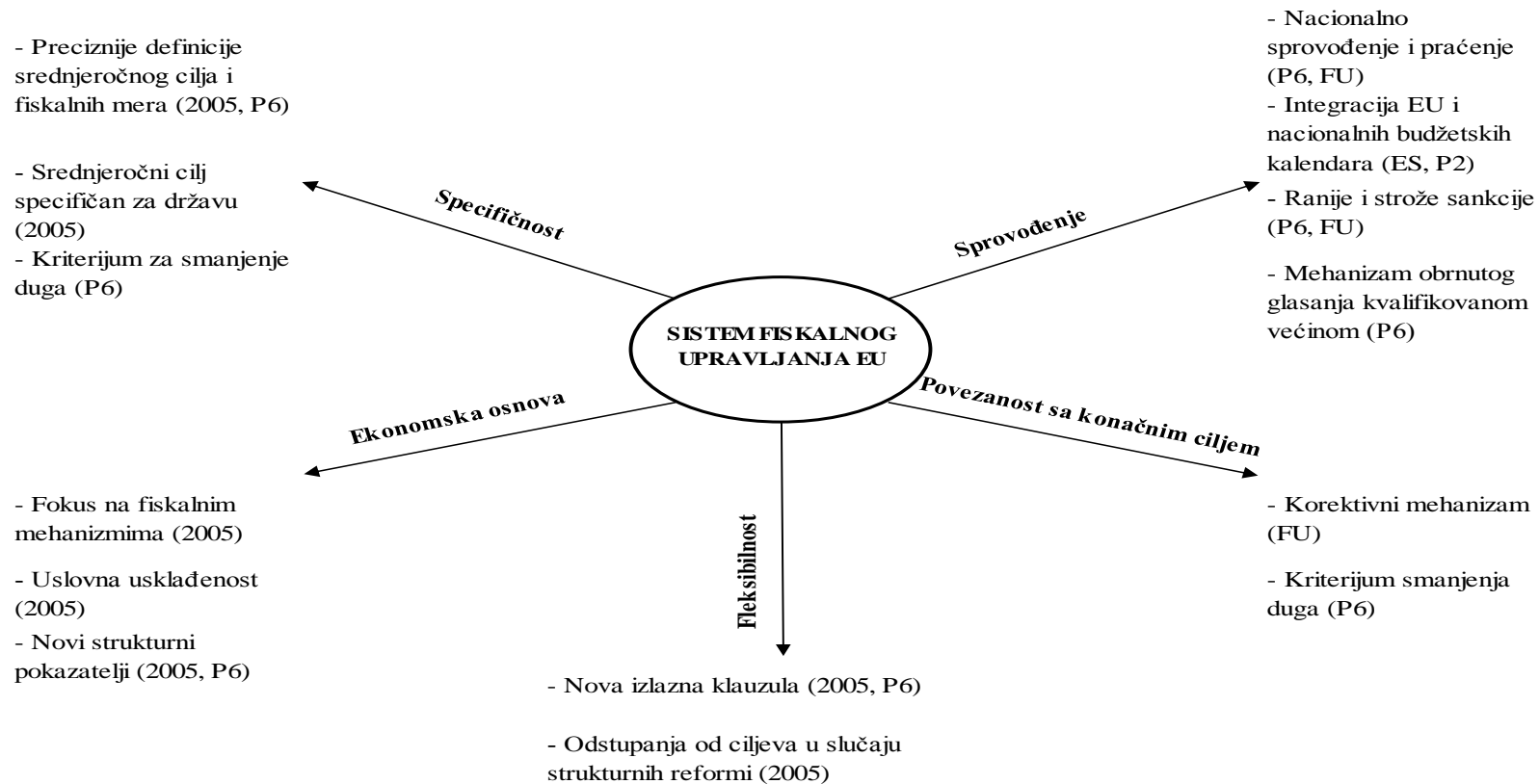
Sukcesivne reforme su pojačale izvršenje na nekoliko načina. Njihov glavni cilj je bio da:

- potstiču vlasništvo nad nadnacionalnim sistemom premeštanjem određenih pravila na nacionalni nivo i bolje integrisanje nadnacionalnog nadzora sa nacionalnim budžetskim kalendarom (ovo bi trebalo da obezbedi da preporuke Komisije budu bolje uključene u nacionalne budžete i politike)
- uvedu ranije i jače sankcije, zato što se pokazalo da su kasno uvedene sankcije nepouzdanе i kontraproduktivne
- povere praćenje fiskalnih pravila nezavisnim institucijama, u koje spada fiskalni savet.
- fleksibilniju implementaciju fiskalnih pravila

Pokazano je da se pravila koja su previše kruta i ne predviđaju ponašanje u izuzetnim ekonomskim okolnostima često osporavaju i bivaju brzo obustavljena. Da bi se ublažio ovaj rizik, određena fleksibilnost je uneta u početni sistem proširenjem izlazne klauzule i dozvoljavanjem odstupanja od ciljeva kada su usvojene strukturne reforme, pod uslovom da dovode do kratkoročnih budžetskih troškova i dugoročnih dobitaka.

- uvođenje specifičnosti prilikom definisanja pravila

Pravila koja su nejasna ili dvosmislena je teško sprovesti. Ovo je bila glavna kritika inicijalnog kriterijuma duga, koji nije obuhvatao nijedan sistem za procenu da li se dug dovoljno smanjivao. Uzastopne reforme su poboljšale merljivost i specifičnost pravila, uključujući i definisanje srednjoročnog cilja, kvantifikaciju godišnjih fiskalnih mera, i tempa smanjenja duga. Još jedan važan korak je bilo raspoznavanje da je bilo potrebno da se određena pravila razlikuju u državama članicama da bi odražavala različite probleme održivosti duga. U 2005. godini, srednjoročni cilj je postao specifičan za državu, uzimajući u obzir nivo duga i buduće troškove starenja stanovništva.



Grafikon 31: Glavni ciljevi izvršenih fiskalnih reformi

Izvor: Eyraud, R., Wu, T. (2015), »Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe«, IMF Working Paper, WP/15/67, www.imf.org. Str.: 11

Legenda (značenje skraćenica na grafikonu): 2005 = Reforma SGP iz 2005. godine; ES = Evropski semester; P6 = Paket šest; P2= Paket dva; FU = Fiskalni ugovor.

6. TRŽIŠTE RADA U EVROPSKOJ MONETARNOJ UNIJI: SOCIOEKONOMSKA PERSPEKTIVA

6.1. EFEKTI EVROPSKIH INTEGRACIJA NA TRŽIŠTE RADA

Evropske integracije osiguravaju političku stabilnost i povoljnu pravnu i ekonomsku klimu za investicije, čime podižu investicioni i kreditni rejting države. To uslovljava olakšani i ubrzani priliv stranih investicija što implicira stvaranje novih radnih mesta. Uticaj integracija na tržište rada uvek zavisi i od specifičnosti države koja izrazi interes i kasnije postane kandidat za pristupanje EU, kao i opštih okolnosti, odnosno vremena pristupanja. Specifičnosti države kao što su tradicija, natalitet, nezaposlenost, poznavanje stranih jezika i kulturna bliskost sa razvijenim delovima EU, utiču na troškove prilagođavanja standardima EU, ali i na brzinu ostvarivanja željenih efekata na tržištu rada. Specifičnosti procesa prijema u EU takođe se razlikuju između država i zavise od statusa evropskih krovni ugovora, razvoja svetske finansijske krize i efikasnosti evropske reakcije na nju, trenutka sticanja statusa kandidata, dinamike pristupanja i politike pojedinih država članica EU o stepenu otvorenosti svog tržišta rada, i utiču sa makro stanovišta na državu (potencijalnog) kandidata. Koliko je proces pridruživanja EU uspeo da utiče na stvaranje povoljne pravne i ekonomske klime i koliko je država poboljšala svoj kreditni rejting, najbolje se vidi po nivou i održivosti stope stranih direktnih investicija. Pored toga, značajni efekti dovode do povećane slobode kretanja radne snage.

Osnovna ideja vodilja procesa integrisanja u EU jeste uvođenje u zajedničko tržište i prihvatanje evropskih vrednosti. Prema opštoj ekonomskoj teoriji, u uslovima tržišne ekonomije povećana mobilnost faktora proizvodnje (kapitala, radne snage, ideja) doprinosi povećanju opšte društvene efikasnosti. Tržišni model privređivanja podrazumeva uspostavljanje i funkcionisanje integralnog tržišta što znači da pored tržišta roba, usluga i kapitala funkcionise i tržište rada - tržište znanja, spretnosti, veština, sposobnosti koje ljudi poseduju. Kao i svako drugo tržište, tržište rada, pored brojnih drugih funkcija vrši i alokativnu funkciju, odnosno alokaciju radnika na poslove u teritorijalnom, granskom i svakom drugom pogledu.

Evropsko tržište rada ne postoji, zato što je svako nacionalno tržište rada u Evropi relativno samostalno, iz dva osnovna raloga¹⁷²:

- 1) ne postoji veliki obim trgovine radnom snagom, zato što u EU nema velikih migracija
- 2) svaka država ima sopstvene običaje socijalnog uređenja, odnosno istorijsko nasleđe na osnovu kojeg se primenjuju vrlo različiti zakonski propisi i prakse.

Evropske integracije utiču na tržište rada na dva osnovna načina¹⁷³:

- 1) trgovinska integracija indirektno dovodi do konkurencije između tržišta rada
Utiče na tržišta rada na dva načina:
 - stvara dobitnike i gubitnike

Uobičajeno je da su dobitnici više na dobitku nego što su gubitnici na gubitku. Spremnost Evropljana da izaberu lidere koji će da sprovedu sve dublje integracije je u velikoj meri vezana za njihovo uverenje da će institucije tržišta rada zajedno sa mrežom

¹⁷² Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 234.

¹⁷³ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 259.

socijalne sigurnosti da povećaju neto koristi od integracija, a smanje bol koji trpe gubitnici.

- menja obrasce proizvodnje, što zahteva veću fleksibilnost tržišta rada da bi se izbegao gubitak radnih mesta.

Kada su suočene sa dubokim ekonomskim integracijama, institucije tržišta rada postaju strateški opredeljene u težnji za postizanjem konkurentnosti, odnosno ekonomske efektivnosti. Sposobnost preduzeća da se takmiče izvan granica jednog tržišta zavisi od sposobnosti poslodavaca i zaposlenih da adekvatno reaguju na negativne šokove. Pored toga, u slučaju kada tržišta rada nisu dovoljno fleksibilna, integracija može da dovede do gubitka poslova bez stvaranja novih poslova i najverovatnije bez realizacije opštih ekonomskih dobitaka.

Generalno, države sa fleksibilnijim tržištima rada imaju relativnu prednost na tržištima roba. To navodi države sa rigidnijim tržištima da se žale na socijalni damping (odnosno imaju stav da evropske integracije podrivaju važan segment socijalne zaštite) dok se suprotstavljaju ekonomskom pritisku da reformišu svoja tržišta rada. Tržišta rada i socijalne politike ostaju nacionalni prioritet.

2) Ugovor o EU garantuje slobodu kretanja radnika.

Mnogi građani se plaše da će konkurencija inostranih radnika da snizi nadnice i stvori veću nezaposlenost. Iz brojnih kulturnih i institucionalnih razloga, dolazi do slabog kretanja radnika u Evropi, uprkos važenju opšteg principa slobode kretanja.

Problem (ne)zaposlenosti predstavlja jedan od najaktuelnijih društveno-ekonomskih problema savremenog sveta¹⁷⁴. Međutim, sve države i regioni nisu jednako pogođeni ovim problemom. Glavni razlog za to predstavlja činjenica da tržište rada ima razne specifičnosti u odnosu na tržište roba i kapitala, odnosno tržište rada je imperfektno. U skladu sa tim, u vođenju politike regionalnog razvoja, na nivou EU i u pojedinačnim državama, poseban značaj se daje pronalaženju adekvatnih mehanizama i instrumenata koji će da obezbede bolje funkcionisanje tržišta rada, a samim tim i skladniji regionalni razvoj.

Član 2. Ugovora o EU navodi kao prvi cilj EU unapređenje „ekonomskog i socijalnog napretka i visok nivo zaposlenosti, kroz stvaranje područja bez granica, i jačanje ekonomske i socijalne kohezije“. Tendencija da se poboljšaju ekonomske performanse država članica i EU kao celine, kao i stvaranje uravnoteženog privrednog razvoja su neki od ciljeva ekonomske i političke integracije država EU. Ciljevi društvenog i ekonomskog razvoja EU su definisani u nizu dokumenata EU, počev od Ugovora iz Rima iz 1957. godine, Ugovora iz Matrihta iz 1992. godine i Ugovora iz Amsterdama iz 1997. godine, kao i u drugim dokumentima (Beloj knjizi, akcionim programima, itd.). U okviru ovih ciljeva, važno mesto zauzima unapređenje zapošljavanja i smanjenje nezaposlenosti kao sredstvo čuvanja ekonomskog i socijalnog razvoja i poboljšanja kvaliteta života. Podsticanje promena na tržištu rada i obrazovanja, kao i podsticanje razvoja informacionih tehnologija, bi trebalo da obezbedi povećanu konkurentnost evropske privrede na svetskom tržištu. Potreba da se investira u ljudski kapital je posebno naglašena u Beloj knjizi o rastu, konkurentnosti i zapošljavanju iz 1993. godine, nakon koje je usledilo usvajanje Evropske strategije zapošljavanja (na vanrednom sastanku Evropskog saveta o zapošljavanju, odnosno poslovnoj konferenciji u Luksemburgu 1997. godine i o politikama zapošljavanja 1998. godine). U okviru ove strategije definisana su četiri stuba zajedničke evropske politike u domenu tržišta rada:

¹⁷⁴ Radovanović, V., Maksimović, M., (2010), »Tržišta rada i (ne)zaposlenost u Evropskoj uniji i Srbiji – regionalni aspekt«, *Zbornik radova* 60 (2), Geografski institut „Jovan Cvijić“ SANU. Str.: 72.

preduzetništvo, zaposlenost, prilagodljivost i jednake mogućnosti. Formiranje zajedničkog evropskog tržišta rada bi trebalo da obezbedi podsticanje razmene i mobilnosti radne snage, kao i koordinaciju režima socijalnog osiguranja kako bi se prevazišle prepreke koje stoje na putu mobilnosti. Bela knjiga iz 1985. godine je završila proces institucionalne izgradnje zajedničkog tržišta rada, kapitala, roba i usluga. Čak i pre toga, odnosno već 1968. godine, stupio je na snagu ugovor koji je omogućio mobilnost radnika na teritoriji svih država članica. Pružio je svim građanima država članica prava da pronađu zaposlenje u bilo kojoj od država EEC, da se nasele i koriste sva prava koja imaju radnici koji su državljani te države. Slobodno kretanje radne snage u Ugovoru o EEC podrazumeva „ukidanje bilo kakve diskriminacije na osnovu državljanstva između radnika država članica u pogledu zapošljavanja, naknade i drugih uslova rada i zapošljavanja“.

Stopa nezaposlenosti pokazuje procenat ljudi koji žele da rade, ali ne mogu da pronađu posao, i veća je u Evropi nego u SAD¹⁷⁵. Pored toga, postoji i veliki broj Evropljana koji nema želju da pronađe posao. Radna snaga je najvredniji input jedne države, zato što je reč o ljudima te države i njihovim talentima, i zato što svaka država troši veliki iznos sredstava da obrazuje svoje stanovništvo. Iz tog razloga visoka stopa nezaposlenosti predstavlja veliki gubitak talenta i dohotka, a ljudi koju nemaju posao imaju i tendenciju da se osećaju otuđeno od društva.

Termin „evroskleroza“ je smišljen da bi opisao model visoke nezaposlenosti, sporog otvaranja novih radnih mesta, niskog učešća u radnoj snazi i slabljenja ukupnog ekonomskog rasta tokom osamdesetih i najvećeg dela devedesetih godina XX veka¹⁷⁶. Evroskleroza se razlikovala od dinamičnijeg iskustva SAD, gde je ekonomsku ekspanziju pratio visok rast zaposlenosti. U drugoj polovini devedesetih godina XX veka je došlo do poboljšanja u funkcionisanju tržišta rada evrozona. Pad stope nezaposlenosti i povećanje učešća su bili praćeni padom stope nezaposlenosti koja ne ubrzava inflaciju (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment - NAIRU*), što sugeriše da su poboljšanja bila strukturna.

Tokom najvećeg dela svoje prve decenije postojanja evrozona je rasla brzo, što se poklapalo sa periodom veoma brzog svetskog rasta. Međutim, globalna ekonomska i finansijska kriza koja je počela 2007. godine teško je pogodila Evropu, otkrivajući ozbiljne nedostatke u njenom originalnom dizajnu. Iako je kriza nastala u SAD, Evropa je na kraju bila najgore pogođeno područje.

6.2. NEZAPOSLENOST TOKOM KRIZE

Svetska finansijska i ekonomska kriza je imala veliki uticaj na tržišta rada u evrozoni. Postojale su dve različite faze krize, koje su donekle imale različiti uticaj¹⁷⁷:

- 1) prva faza krize je u evrozoni trajala od drugog kvartala 2008. godine do drugog kvartala 2009. godine

¹⁷⁵ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 234.

¹⁷⁶ Mongelli, F. P., (2008), »European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory«, *Economic Papers* 302, www.ecb.europa.eu. Str.: 21.

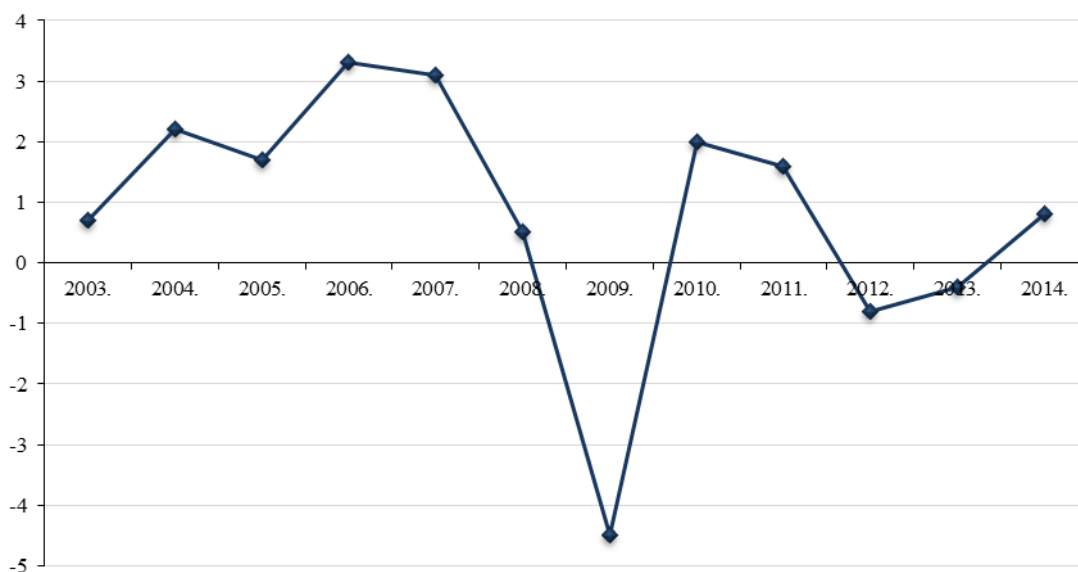
¹⁷⁷ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, *Occasional Paper Series* 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 5-6.

Svetska finansijska i ekonomska kriza je prouzrokovala gubitak od oko 4 miliona radnih mesta u evrozoni nakon početka Velike recesije u periodu između 2008. i 2009. godine, čime su poništeni dobiti od skoro deset godina otvaranja novih radnih mesta. Ova faza se odrazila na svetsku kontrakciju kredita i kasnije pogoršanje svetske trgovine. Gubici poslova su bili snažno koncentrisani u građevinskom sektoru i onim sektorima koji su bili posebno vezani za svetsku trgovinu, kao što su proizvodnja i transport. U određenoj meri, sve države evrozone su bile pogođene - iako u različitim stepenima, što odražava međudržavne razlike u sektorskoj strukturi, institucijama tržišta rada i primeni različitih politika.

2) druga faza krize je trajala između poslednjeg kvartala 2011. godine i prvog kvartala 2013. godine.

Nakon kratkotrajne stabilizacije i početnih znakova oporavka, pojava zabrinutosti vezane za suvereni dug i šire strukturne neravnoteže (često u vezi sa spornim pitanjima koja se odnose na međunarodnu konkurentnost) u nekim državama evrozone, kao i strah od prenošenja, doveli su do početka druge recesije u evrozoni i gubitka dodatnih 1,8 miliona radnih mesta širom evrozone. Za razliku od prve faze krize, uticaj druge recesije na tržište rada je bio snažno koncentrisan u državama u kojima su aktuelni određeni programi pomoći i državama sa velikim neravnotežama (Kipru, Grčkoj, Irskoj, Italiji, Portugaliji, Sloveniji i Španiji, koje se jednim imenom nazivaju „opterećene“ (*stressed*) države), u kojima su bile naglašene neravnoteže i pre krize, i u kojima je rigidnost institucionalnih karakteristika privreda pogoršala prilagođavanje radne snage tokom krize.

Pored toga, pad zaposlenosti primećen tokom krize je bio i proporcionalno jači i trajao je mnogo duže nego što je registrovano tokom drugih recesija još od osamdesetih godina XX veka. Delimično, to odražava naročito jaku kontrakciju BDP koja je bila primetna tokom krize, do te mere da se BDP još uvek nije povratio na svoj nivo od pre krize. To takođe odražava sistemsku prirodu krize, pri čemu finansijske krize obično imaju mnogo jače i dugotrajnije efekte nego nefinansijske recesije. Međutim, čak i u periodu posle recesije koja je usledila posle dva snažna šoka vezana za cene nafte u sedamdesetim godinama XX veka ili snažne finansijske krize koja je primećena u nekim državama evrozone na početku devedesetih godina XX veka, tržišta rada u evrozoni su se povratila u daleko većoj meri nakon otprilike 16 kvartala nego što je to primećeno tokom nedavne krize.

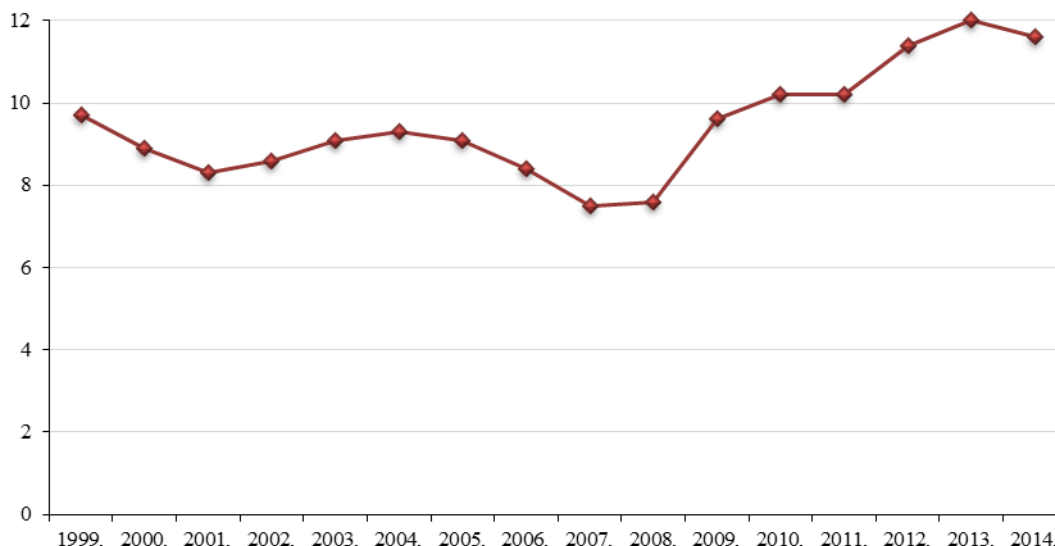


Grafikon 32: Stopa rasta realnog BDP u EMU (% promena u odnosu na prethodnu godinu)

Izvor: Eurostat.

*EMU - 19 država članica.

Do polovine 2013. godine, stopa nezaposlenosti u evrozoni je porasla sa najniže tačke od 7,3% pre krize do najviše tačke od 12,0%, što prikazuje preko 5,5 miliona ljudi koji su ostali bez posla tokom krize¹⁷⁸.



Grafikon 33: Stopa nezaposlenosti u EMU (%)

Izvor: Eurostat.

*EMU - 19 država članica.

¹⁷⁸ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 10.

Tokom krize je došao do izražaja značajan stepen međudržavne heterogenosti regulisanja tržišta rada – određene države su prošle relativno netaknute (posebno Nemačka, gde je nezaposlenost jedva porasla kao posledica Velike recesije i od tada opala na ispod nivoa pre krize, ali i Austrija, Belgija, Finska, Luksemburg i Malta), dok su druge iskusile ogromna i dugotrajna povećanja nezaposlenosti (posebno Grčka, Španija, Kipar, Irska, Letonija i Portugalija).

Pored toga, između država su postojale značajne razlike u razvoju nezaposlenosti tokom krize - nekoliko država je najpre pokazalo značajno povećanje stope nezaposlenosti, ali je u međuvremenu zabeležilo sniženje stopa nezaposlenosti sa najviše tačke (naročito Estonija, Irska i Letonija, dok je Nemačka doživela samo skromno povećanje nezaposlenosti kao posledicu Velike recesije), dok su Kipar, Grčka, Italija i Španija iskusile dalje povećanje nezaposlenosti posle Velike recesije i/ili su ostale na upadljivo većim stopama nezaposlenosti. Ovaj različiti razvoj nezaposlenosti donekle odražava razlike u stepenu ili prirodi šokova sa kojima su se države susrele, mada kada se uzmu u obzir i razlike u stepenu smanjenja BDP, izražene međudržavne razlike ostaju.

Analiza smanjenja zapošljavanja prema karakteristikama radnika je ukazala na neproporcionalnu ugroženost pojedinih grupa radnika - mladih, nekvalifikovanih, onih sa privremenim zaposlenjem i onih koji su premešteni iz jako smanjenih sektora¹⁷⁹. Ovi trendovi su bili ojačani u drugoj fazi krize, ali sa većom koncentracijom gubitaka poslova u opterećenim državama. Takođe, povećanje dugoročne nezaposlenosti postaje sve veći problem među mladima. Međutim, uprkos smanjenim izgledima, mladi ljudi koji nisu u fazi obrazovanja, zaposlenja ili obučavanja (*Not in Education, Employment or Training - NEET*), ipak ostaju vezani za tržište rada i nastavljaju da traže posao. U međuvremenu, zapošljavanje starijih radnika, onih sa stalnim ugovorima i onih koji su zaposleni u manje direktno pogođenim sektorima usluga, je ostalo nešto manje pogođeno.

Nedovoljna zaposlenost (*underemployment*) (radnici koji su prisilno zaposleni sa nepunim radnim vremenom i koji bi želeli da rade više sati, kada bi tražnja za radnom snagom bila veća) se povećala u skoro celoj evrozoni tokom krize, ali je taj porast bio izraženiji u opterećenim državama. Slično tome, broj i udeo obeshrabrenih radnika (*discouraged workers*) (radnika koji odustanu od traženja posla i napuste tržište rada zbog smanjenih perspektiva za pronalaženje posla) se povećao u opterećenim državama, dok je stagnirao u drugim državama evrozone.

Tokom perioda pre krize (od 2005. do 2008. godine), radna snaga evrozone je imala prosečnu godišnju stopu rasta od 1,3%, znatno se usporila na 0,2% posle Velike recesije, i ostala smanjena na 0,3% tokom druge recesije (od 2011. do 2013. godine).

U međuvremenu, uočljive razlike su se pojavile između starosnih, polnih i obrazovnih grupa. Tokom krize je poraslo učešće radne snage: starijih, ženskih, i radnika sa visokim stepenom obrazovanja, dok se smanjilo učešće: mladih, muških, i radnika sa niskim stepenom obrazovanja.

Veliko povećanje dugoročne nezaposlenosti (nezaposleni 12 meseci ili više) na većini tržišta evrozone predstavlja jednu od najuočljivijih posledica krize. Do kraja 2013. godine, dugoročno nezaposleni su predstavljali preko 6% ukupne radne snage evrozone, odnosno više nego duplo više od nivoa pre krize, a opterećene države su

¹⁷⁹ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 6-8.

imale izraženije povećanje dugoročne nezaposlenosti uprkos tome što su ušle u krizu sa relativno nižim udelom dugoročne nezaposlenosti u odnosu na druge države evrozone.

6.3. MOBILNOST RADNE SNAGE

Slobodno kretanje radnika je zajedno sa drugim slobodama kretanja (roba, usluga i kapitala) bio osnova integracije EU i to je tako još od uvođenja te slobode pedesetih godina XX veka¹⁸⁰. Zajednica je omogućavanjem slobodnog kretanja radnika trebalo da poveća ekonomsku efikasnost tako što bi radnicima bilo dozvoljeno da traže posao koji najviše odgovara njihovim veštinama i iskustvu, a istovremeno dozvoljavajući preduzećima da zaposle radnike koji im najviše odgovaraju. Na političkom nivou, ideja kreatora EU je bila da mobilnost radne snage podstakne međusobno razumevanje između ljudi u Evropi. Takođe, činjenica da mladi Evropljani provode određeno vreme živeći, studirajući ili radeći u drugim državama EU je u velikoj meri uticala na to kako Evropljani vide jedni druge. Međutim, migracija radne snage je verovatno najkontroverzniji aspekt ekonomskih integracija u Evropi. U većini država zapadne Evrope, rasprostranjen je stav da su imigranti odgovorni za visoku stopu nezaposlenosti, zloupotrebu socijalnih programa, ulični kriminal i slabljenje bezbednosti.

Mobilnost radne snage doprinosi nesmetanom funkcionisanju unutrašnjeg tržišta u EU osiguravajući bolje prilagođavanje između ponude i tražnje radne snage, što je neophodno kako bi se smanjila nezaposlenost i povećala produktivnost. Slobodno kretanje radnika je jedno od ključnih pravila koja regulišu unutrašnje tržište EU¹⁸¹. Postoje dobri razlozi za postojanje otvorenih tržišta rada. Sa tačke gledišta pojedinca, sloboda izbora radnog mesta se svodi na osnovno pravo, iako ga države članice možda nisu shodno tome ozakonile. Pojedincima, kojima je cilj da ostvare dobre uslove za život za sebe i svoje porodice, treba da se omogući pravo da to ostvare dobijanjem posla u državi članici EU koju izaberu. Sa makroekonomske tačke gledišta, otvorena tržišta rada su preduslov za efikasno korišćenje radne snage i na taj način predstavljaju glavni instrument za podsticanje rasta i zapošljavanja u Evropi.

Prema teoriji optimalne valutne zone, mobilnost faktora, a posebno, mobilnost radne snage može da bude alternativni instrument, umesto fleksibilnog deviznog kursa, u prilagođavanju na asimetrične šokove¹⁸². Mehanizam se sastoji od sledećeg: mobilnost radne snage može da pomogne u sprečavanju stvaranja regionalnih problema dokle god se nezaposleni ljudi sele iz oslabljenih regiona (u kojima je ponuda veća od tražnje) u regione u usponu (u kojima je tražnja veća od ponude) (ili manje oslabljene). Kako se ponuda radne snage smanjuje u domaćem oslabljenom regionu i povećava u regionu u usponu kod domaćina, očekuje se da će doći do smanjenja regionalnih razlika u nezaposlenosti. U stvarnosti, rast nezaposlenosti u oslabljenim državama je ne samo veliki već i dugotrajan. Pored toga, značajan porast disperzije stopa nezaposlenosti je primetan u evrozoni od 2008. godine. Međutim, to ne znači da mobilnost radne snage ne postoji u evrozoni, niti da je smanjena. Samo u okviru evrozone je jasno vidljiv porast migracionih tokova od 2009. godine.

¹⁸⁰ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 248-249.

¹⁸¹ Bräuninger, D., (2014), »The Dynamics of Migration in Euro Area«, *Deutsche Bank Research*. Str.: 2

¹⁸² Huart, F., Tchakpalla, M., (2015), »Labour Mobility in the Euro Area During the Great Recession«, *www.euroframe.org*. Str.: 2.

Što se tiče podsticaja, pojedinci, koji razmišljaju o migraciji, porede koristi i troškove migracije. U principu, troškovi u okviru valutne unije mogu da se smanje ukoliko države i regioni imaju jedinstvenu valutu i na taj način ostvaruju koristi od smanjenja transakcionih troškova. Što se tiče koristi migracije, na njihovo povećanje utiče verovatnoća da će radnici biti angažovani i da će zaraditi veći prihod u regionu domaćina. Za date troškove migracije, što je veća razlika između regionalnih stopa nezaposlenosti ili nivoa zarada, utoliko se očekuje da će biti veća mobilnost radne snage.

Posmatrajući trendove migracije, rast imigracije je počeo da opada u 2008. godini i postao negativan u opterećenim državama od 2010. godine, nakon što je značajno doprineo rastu ukupnog stanovništva u godinama pre krize¹⁸³. Nasuprot tome, rast imigracije je ostao pozitivan u drugim državama evrozone tokom krize, i na taj način je pomogao da se ublaži demografski pritisak (od opadanja domaćeg stanovništva) i profesionalne smetnje u pojedinim segmentima privrede. Porast broja imigranata u drugim državama evrozone odražava povećane tokove iz država izvan EU, kao i imigracije u okviru EU, i koncentrisan je među visoko i srednje kvalifikovanim radnicima, dok su manje kvalifikovani radnici daleko manje međunarodno mobilni.

Mobilnost radne snage u Evropi je i dalje niska u poređenju sa SAD, Kanadom ili Australijom¹⁸⁴. Postoji nekoliko razloga za postojanje dugotrajne niske mobilnosti u Evropi¹⁸⁵. Kao prvo, postoje demografski trendovi u osnovi, kao što su porast stope učešća ženske radne snage na tržištu rada, povećanje manje mobilnih domaćinstava sa dvostrukim prihodima i sve veće povećanje stope vlasništva nekretnina. Kao drugo, postoje razlozi vezani za mere politike koji sprečavaju mnoge Evropljane da u potpunosti iskoriste mobilnost radne snage. Ovi razlozi uključuju i dalje postojeće prepreke za prenosivost prava na socijalno osiguranje, nedovoljno priznavanje formalnih kvalifikacija u drugim državama, kao i nedovoljnu transparentnost evropskog tržišta rada i online pretraživača poslova. Kao treće, jezičke barijere i kulturne barijere su relativno velike u Evropi, bar u poređenju sa drugim objedinjenim tržištima rada, kao što su u SAD. Međutim, proširenje EU tokom protekle decenije je dovelo do značajnih migracija iz novih država članica iz Istočne Evrope u države članice na zapadu. Pored toga, od početka krize, došlo je do značajnih migracionih tokova, usled porasta nezaposlenosti u najteže pogođenim državama i odstupanja stopa nezaposlenosti u okviru evrozone.

Neto stopa migracije države je razlika između priliva (imigracija) i odliva (emigracija), izražena kao procenat stanovništva. Tokom nedavne krize, primetno je da su migracije u evrozoni prepolovljene: neto migracija je u proseku iznosila 4% od ukupnog broja stanovnika između 2000. i 2007. godine i 2% u periodu između 2008. i 2013. godine.

¹⁸³ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 7

¹⁸⁴ Eichengreen, B., (2014), »The Eurozone Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back«, *Notenstein Academy White Paper Series*. Str.: 9.

¹⁸⁵ Zimmerman, K. F., (2012), »The Future of the Eurozone: Labor Market Reforms, Mobility and Human Capital«, Panel Discussion: „Adjusting Competitiveness Differentials among Eurozone Members“, www.iza.org/files/121109_KFZ_Lyon.pdf. Str.: 1.



Grafikon 34: Stopa neto migracije u EMU (%)

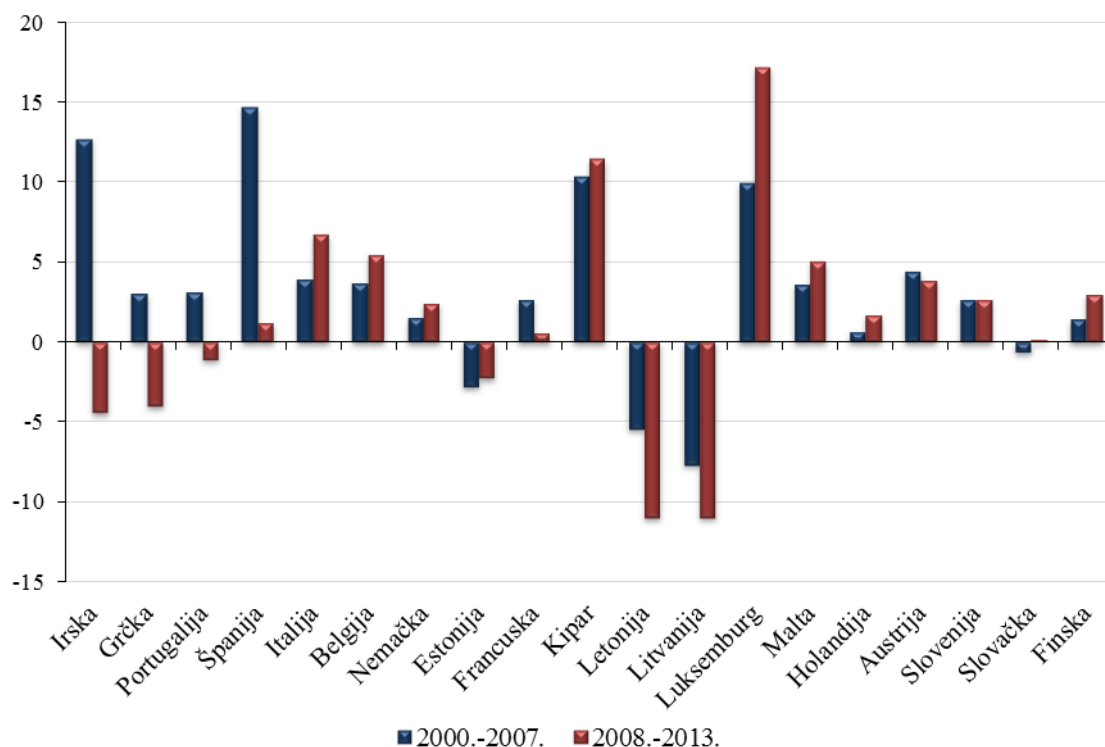
Izvor: Eurostat.

*EMU - 19 država članica.

Velike razlike u stanjima na domaćem tržištu rada u različitim državama su dovele do značajnih migracionih tokova u okviru evrozona od 2008. godine.

Situacija je donekle drugačija u pojedinačnim državama u evrozoni. Neke države koje su bile države domaćini pre krize (pozitivna stopa migracije) su postale matične države (negativna stopa migracije)¹⁸⁶. Prema tome, u najoštrije pogođenim državama, došlo je do preokreta neto migracionih tokova, od neto imigracije između 2000. i 2007. godine u neto emigracije između 2008. i 2013. godine. To se pre svega odnosi na Irsku (gubitak stanovništva prouzrokovan migracijom u iznosu od 4% u proseku u periodu između 2008. i 2013. godine, u odnosu na dobitak stanovništva u iznosu od 13% u prethodnom periodu između 2000. i 2007. godine), Grčku (-4% u periodu 2008.-2013. u odnosu na +3% u periodu 2000.-2007.) i Portugaliju (-1% u periodu 2008.-2013. u odnosu na +3% u periodu 2000.-2007.). Iako u Španiji nije registrovan neto odliv stanovništva u periodu između 2008. i 2013. godine, i dalje je došlo do velikog pada priliva stanovništva (sa 15% u periodu 2000.-2007. na 1% u periodu 2008.-2013.). U Italiji se stopa neto migracije povećala sa 4% u periodu 2000.-2007. na 7% u periodu 2008.-2013., a za to je delimično zaslužno naglo povećanje priliva azilanata.

¹⁸⁶ Huart, F., Tchakpalla, M., (2015), »Labour Mobility in the Euro Area During the Great Recession«, www.euroframe.org. Str.: 9.



Grafikon 35: Prosečna stopa neto migracije u EMU (%)

Izvor: Eurostat i sopstvene kalkulacije.
*EMU - 19 država članica.

Emigranti iz država članica evrozone se ne sele uvek u drugu državu u evrozoni. Imigranti iz država izvan EU su brojniji od imigranata iz ostalih država članica EU u najvećem broju država u Evropi, čak i nakon proširenja EU 2007. godine¹⁸⁷. Međutim, značajno se povećala migracija stanovnika država članica EMU u okviru evrozone.

Dok je tokom pedesetih i šezdesetih godina XX veka radna snaga (uglavnom radnici migranti iz Italije, Španije i Portugalije) migrirala ka centralnim evropskim državama, migracioni tokovi su se u narednim decenijama promenili¹⁸⁸. Od sedamdesetih i osamdesetih godina XX veka, Italija, Španija, Portugalija, Grčka i Irska su evoluirale od država sa migracijom ka spolja na unutra. Južne evropske države su od ranih osamdesetih godina XX veka, sa oporavkom rasta, postale neto uvoznici migranata, a većina tih migracija je predstavljala povratak španskih, italijanskih i portugalskih radnika koji su prethodno emigrirali, a postojao je i rastući priliv neevropskih radnika poreklom iz Afrike i Latinske Amerike. Pre krize, migracija među državama članicama evrozone je bila slaba, smer migracije je uglavnom bio iz jezgra ka periferiji¹⁸⁹. Međutim, na ovaj trend su donekle uticali Nemački i Britanski penzioneri koji su se naselili u Španiji i Portugaliji. Kriza je izazvala intenzivniju migraciju u okviru evrozone i njen smer se drastično promenio, odnosno od periferije ka jezgru.

¹⁸⁷ Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, (2012), »Euro Area Labour Markets and the Crisis«, Occasional Paper Series 138, www.ecb.europa.eu. Str.: 49.

¹⁸⁸ Bräuninger, D., Majowski, C., (2011), »Labour Mobility in the Euro Area«, *Deutsche Bank Research*. Str.: 2,5.

¹⁸⁹ Bräuninger, D., (2014), »The Dynamics of Migration in Euro Area«, *Deutsche Bank Research*. Str.: 5.

Kriza u GIPS državama (Grčka, Italija, Irska, Portugalija i Španija), je posebno pogodila sektore kao što su građevina, maloprodaja, hotelijerstvo i ugostiteljstvo, u kojima je bio zaposlen veliki broj migranata iz istočne EU i država koje ne pripadaju EU.

Prema tome, kriza jeste prouzrokovala značajne migracione tokove u evrozoni, ali je većina ovih tokova u tom trenutku bila između evrozone i ostatka sveta (uključujući i ostatak EU), a ne između država članica evrozone. Migraciona kretanja između evrozone i ostatka sveta jesu ublažila uticaj krize na tržišta rada u najteže pogođenim državama članicama u kratkom roku, ali mobilnost između država članica evrozone je još uvek veoma mala s obzirom na razlike u njihovim stopama nezaposlenosti, i u odnosu na SAD. Samim tim, mobilnost radne snage u državama evrozone se povećala, ali je i dalje ograničena. Međutim, mobilnost radne snage unutar evrozone je jače reagovala na ciklične promene, posebno od kada je kriza počela u 2008. godini¹⁹⁰.

Nezaposlenost značajno utiče na odluke radnike vezane za migraciju u EU. Što više raste nezaposlenost, utoliko više ljudi napušta državu, ili se utoliko manje ljudi seli u državu. Odnosno, povećanje relativne stope nezaposlenosti je praćeno smanjenjem stope neto migracije, što podrazumeva povećanje odliva i/ili smanjenje priliva¹⁹¹. Ovo je bio slučaj u državama koje su bile najteže pogođene krizom evra, i do neto odliva migranata je došlo u Grčkoj (od 2008. godine), Irskoj (od 2009. godine), Portugaliji (od 2011. godine), i Kipru (od 2012. godine). Nasuprot tome, došlo je do povećanja udela neto priliva migranata kao procenta stanovništva u određenim državama gde se stopa nezaposlenosti relativno smanjila u odnosu na evrozonu, kao što su Nemačka, Austrija i Luksemburg, ali ne i u Francuska. Nemačka je sada prva destinacija za imigraciju u EU i druga po veličini država za imigraciju u industrijalizovanom svetu, i zaostaje samo iza SAD.

Odluka da se migrira ne zavisi samo od relativne nezaposlenosti, o čemu najbolje svedoči primer Italije. To je glavna tačka za ulazak u EU putem mora za spoljne migrante i izbeglice, tako da se neto stopa migracije dosta povećala nedavno, uprkos stopi nezaposlenosti koja je u neposrednoj blizini prosečne stope u evrozoni.

Povećanje migracionih tokova u EU je praćeno povećanjem stepena obrazovanja migranata. Procenat migranata u EMU sa viskim stepenom obrazovanja se povećao za 7% između perioda od 2005. do 2006. godine i perioda od 2011. do 2012. godine, sa 34% na 41%. Emigranati iz perifernih država na jugu posebno pokazuju veće uspehe u sticanju viših stepena obrazovanja i stručnog znanja. Procenat visoko obrazovanih migranata iz GIPS država (Grčka, Italija, Portugalija, Španija) koji migriraju u druge države evrozone se povećao sa 24% u periodu od 2005. do 2006. godine na 41% u periodu od 2011. do 2012. godine. Od tih migranata, procenat visoko kvalifikovanih koji su uspeli da se zaposle je porastao sa 27% na 49%¹⁹².

Emigranti po pravilu češće biraju one destinacije u kojima su se već naselili njihovi zemljaci. Zbog tih mrežnih eksternalija, migracija se često povećava sporo u početku, a zatim intenzivira kada dostigne presudnu brojku. Jezik je takođe bitan faktor za emigrante koji utiče na njihov izbor destinacijske države. Ovaj faktor je značajan za

¹⁹⁰ Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, *Trésor-Economics* 143: 1-8. Str.: 5.

¹⁹¹ Huart, F., Tchakpalla, M., (2015), »Labour Mobility in the Euro Area During the Great Recession«, *www.euroframe.org*. Str.: 10,12.

¹⁹² Bräuninger, D., (2014), »The Dynamics of Migration in Euro Area«, *Deutsche Bank Research*. Str.: 8.

kvalifikovane radnike koji traže odgovarajući posao u inostranstvu. Prema tome, jezičke veštine su dobile na značaju. Nasuprot tome, geografska blizina je izgubila na značaju.

Mobilnost radne snage donosi razne koristi. Kao prvo, doprinosi postizanju ekonomske efikasnosti putem jedinstvenog tržišta i predstavlja regulatorni mehanizam u evrozoni¹⁹³. Kao što je slučaj i sa slobodnim kretanjem kapitala, veća mobilnost radne snage bi poboljšala alokaciju faktora u okviru EU, čime bi omogućila efikasnije funkcionisanje jedinstvenog tržišta. Bolje usklađivanje ponude i tražnje radne snage širom Evrope kroz mobilnost radne snage bi osiguralo bolju alokaciju radnika, zato što bi pojedinci mogli da nađu posao tamo gde bi bili najproduktivniji. To bi takođe smanjilo kvalifikacione neusklađenosti koje su primetne u nekim državama članicama, u kojima postoji nedostatak ili višak određene spreme. Sve u svemu, veća mobilnost radne snage bi poboljšala izgleda za rast EU. Pored toga, u EMU mobilnost radne snage može da deluje kao automatski stabilizator protiv asimetričnih šokova, zato što monetarna politika reaguje, pre svega, na šokove koji utiču na evrozonu kao celinu, a fiskalna politika u nekim državama može da bude ozbiljno ograničena. Prema tome, pored toga što utiče na povećanje potencijalnog rasta, mobilnost radne snage između država takođe predstavlja mehanizam koji može da pomogne da se ograniče odstupanja koja prate asimetrične šokove. Ako je država članica u recesiji, dok je druga država članica u fazi rasta, mobilnost radne snage omogućava radnicima da se presele iz oblasti sa malom tražnjom za radnom snagom i visokom stopom nezaposlenosti u oblasti sa velikom tražnjom za radnom snagom i velikim brojem slobodnih radnih mesta. Tačnije, ovo prilagođavanje kroz mobilnost radne snage smanjuje potrebu za manjim realnim platama u oblastima u recesiji i pomaže da se ograniči porast nezaposlenosti.

Smanjenjem nezaposlenosti, migracija bi trebalo da ima pozitivan uticaj na socijalne i ekonomske uslove u perifernim državama. Ona smanjuje tražnju za javnim transferima, odnosno naknadama za nezaposlene, i na taj način doprinosi neophodnoj konsolidaciji javnih budžeta. U GIPS državama, emigracija smanjuje višak ponude na tržištu rada i na taj način funkcioniše kao sigurnosna veličina. U principu, ovo bi trebalo da bude korisno za ove države. To poboljšava izgleda za nezaposlene koji su ostali kod kuće.

Pored toga, emigracija posebno smanjuje rizik od dugotrajne strukturne nezaposlenosti u problematičnim sektorima, kao što je građevina, zato što su mnogi emigranti nekada radili u ovoj industriji koja je doživela neodrživu ekspanziju u periodu prosperiteta pre krize. Emigracija primalaca socijalnih transfera, na primer naknade za nezaposlene, pomaže da se obuzda javna potrošnja. Veća emigracija takođe može da doprinese smanjenju deficita bilansa tekućih transakcija, jer smanjuje tražnju za uvozom u GIPS državama i podstiče njihov izvoz. Ovaj efekat će biti utoliko veći ukoliko migracija u evrozoni pokrene ekonomski rast i na taj način dodatno i tražnju za uvozom u državama u jezgru.

Iako migracija podstiče ekonomski rast i uticala je na blago povećanje dohotka po stanovniku u državama imigracije, uticaj na plate i raspodelu prihoda je diskutabilan. U tradicionalnom scenariju, imigracija dovodi do nižih plata barem za neke grupe utvrđenih radnika. U slučaju da postoji rigidnost nadnica prema dole (*downward wage rigidity*), može da dođe i do povećanja nezaposlenosti. Međutim, pretpostavka da migranti pokazuju iste ekonomske karakteristike kao slično kvalifikovani domaći radnici je diskutabilna. Mladi ljudi koji migriraju da bi iskoristili prilike na tržištu rada

¹⁹³ Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, *Trésor-Economics* 143: 1-8. Str.: 5-9.

su često veoma motivisani. U potrazi za poslom, spremni su na veliku profesionalnu i geografsku mobilnost. To uključuje spremnost da prihvate poslove koje domaći radnici ne bi prihvatili ni u kom slučaju, ili samo u slučaju da dobiju mnogo veću platu. Međutim, ako migranti ne zamenjuju domaće radnike, već ih umesto toga dopunjuju, onda migracija može da dovede do različitih pozitivnijih efekata.

Građani EU postaju sve spremniji da se presele u okviru EU. Mlađi i obrazovaniji Evropljani su spremniji da rade u inostranstvu. Oni koji su već stekli iskustvo u inostranstvu prilikom obučavanja ili rada su spremniji da razmotre mogućnost traženja posla u drugoj državi u Evropi. Postoji niz razloga zašto su mlade generacije spremnije da se presele. Kao prvo, mladi ljudi imaju tendenciju da su manje vezani za svoju državu pa su samim tim fleksibilniji. Sticanje iskustva u inostranstvu, na primer, kroz Erasmus programe razmene, je postalo široko rasprostranjeno. Tokom prethodnih decenija došlo je do znatnog poboljšanja stepena obrazovanja, zajedno sa boljim poznavanjem stranih jezika.

Pored ekonomskih koristi, postoje i političke - pored uzimanja u obzir efekta sigurnosne mreže, mobilnost radne snage takođe pokazuje da za ljude koji su pogođeni ekonomskom krizom još uvek postoje stvarne koristi od članstva u EU, odnosno mogućnost da traže posao u drugim državama kada su suočeni sa nezaposlenošću kod kuće.

Međutim, mobilnost radne snage ima i određene nedostatke, odnosno može da generiše neke destabilizirajuće efekte, posebno za matične države emigranata¹⁹⁴. Kao prvo, povećanje migracionih tokova može da utiče na potencijalni rast matične države emigranata, naročito ako je najproduktivniji radnici napuste. Masovni odlasci najviše kvalifikovanih radnika u državi mogu da oslabe ukupnu privrednu produktivnost tako što dovode do gubitka humanog kapitala i na taj način smanjuju potencijalni rast¹⁹⁵. Međutim, u državama članicama evrozone koje su najviše pogođene krizom još uvek ne postoji nedostatak kvalifikovanih radnika. U stvari, stopa nezaposlenosti za radnike sa najvišim stepenom obrazovanja se značajno povećala od početka krize, što ukazuje na činjenicu da ne postoji nedostatak kvalifikovanih radnika. Međutim, ova grupa radnika nije u potpunosti homogena, tako da je moguće da su najproduktivniji pojedinci otišli zbog krize i to može u maloj meri da utiče na produktivnost preduzeća u tim državama.

Kao dugo, veliki tokovi emigracije iz država sa problemima mogu da imaju negativan uticaj na održivost njihovih javnih finansija, iako je diskutabilno koliki je takav rizik. Veliki odlazak radnika može da smanji broj poreskih obveznika, što otežava otplatu javnog duga. Međutim, da su ti radnici ostali kod kuće i izgubili posao, oni bi predstavljali dodatni budžetski trošak. Pored toga, tokovi neto emigracije bi morali da budu ogromni da bi imali bilo kakav značajan uticaj na javne finansije, i scenario masovne emigracije je trenutno malo verovatan. Takođe, veza između mobilnosti radne snage i održivosti javnih finansija predstavlja manji problem u državama sa fiskalnom unijom, zato što kada se pojedinci presele iz jedne države u drugu u okviru unije oni nastavljaju da doprinose smanjenju zajedničkog duga kroz poreze.

S druge strane, mobilnost radne snage ograničen destabilizujući uticaj na

¹⁹⁴ Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, *Trésor-Economics* 143: 1-8. Str.: 6-7.

¹⁹⁵ Humani kapital je kumulativno znanje, veštine, vrednosti, kvalitetni lični odnosi i drugi resursi kojima raspolaze određeno društvo. Razvija se ulaganjem države u poboljšanje kvaliteta života ljudi kroz javni sistem obrazovanja, zdravstvene i socijalne programe, programe zapošljavanja i dodatne edukacije zaposlenih koji ultimativno doprinose ekonomski snažnijem i socijalno zdravijem društvu.

države domaćina, iako je mobilnost postavljenih radnika unutar EU možda dovela do nekih zloupotreba koje treba da se ograniče. Odnosno, dolazak nekvalifikovanih radnika na tržište rada u razvijenim evropskim državama ima samo mali uticaj na ravnotežni nivo zarada i stope zaposlenosti za domaće radnike, pre svega zato što takvi imigranti ispunjavaju tražnju za nekvalifikovanim radnom snagom. Slično tome, imigracija ima neznatan ili čak blago pozitivan uticaj na javne finansije države domaćina. Međutim, jedan od kanala za mobilnost radne snage unutar EU je postavljanje radnika iz evropskog preduzeća na radno mesto u nekoj drugoj državi EU. EU je nedavno ojačala ovlašćenja inspeksijske kontrole država članica da ograniče zloupotrebu prema Direktivi za postavku radnika iz 1996. godine.

Međutim, postoji strah da će trenutni odliv ljudi da spreči ili ima negativan uticaj na održivi oporavak u GIPS državama¹⁹⁶. Odlazak ljudi slabi domaću tražnju zato što emigranti odnose kupovnu moć. U tom slučaju bi posebno Španija ispaštala, s obzirom na ogromne oscilacije u migracionom bilansu države. Španija je imala probleme na stambenom tržištu, a intenzivirano smanjenje broja stanovnika usled niskog nataliteta i veće emigracije će učiniti još težim da se popuni veliki broj praznih kuća.

Rizici na strani tražnje će biti ublaženi ako emigranti koji su našli posao u državi u jezgru počnu da šalju neke od svojih zarada nazad u svoje matične države. Međutim, prilivi poslatih novčanih svota u državama na periferiji se nisu povećali istom brzinom kao emigracija, pa je samim tim njihov značaj ograničen.

Kako sve više kvalifikovanih mladih državljana napušta periferne države, postoji zabrinutost zbog rizika odliva mozgova. Međutim, iako se procenjuje da je više od 100.000 univerzitetski obrazovanih ljudi napustilo Španiju u poslednjih nekoliko godina, zamerke vezane za odliv mozgova su pogrešne. S obzirom na trenutnu visoku stopu nezaposlenosti čak i za kvalifikovane mlade ljude na periferiji, prihvatanje posla u inostranstvu je očigledno bolja opcija za mlade od ostajanje kod kuće bez posla. Duži periodi nezaposlenosti, naročito na početku karijere, su frustrirajući za mlade ljude, zato što im deluje da je potcenjen značaj njihove stručne spreme. Pored toga, u GIPS državama podsticaji za mlade generacije da ulažu u obrazovanje i kvalifikacije će biti još više umanjeni ako mladi budu propustili priliku da isprobaju svoje šanse u inostranstvu. Umesto toga, stečeno radno iskustvo u inostranstvu može da poveća njihove šanse za dalju karijeru, posebno za ljude koji imaju fakultetsku diplomu. Pretpostavka je i da će veliki broj trenutnih emigranata najverovatnije da se vrati kući kada se situacija na tržištu rada poboljša.

Međutim, očigledno je da trajni odlazak kvalifikovanih radnika iz južne periferije donosi ozbiljne strukturne probleme i umanjuje mogućnosti za rast. Sa trajnim migratornim deficitom Grčka, Španija i Portugalija bi uskoro spadale u najbrže ostarelo stanovništvo na svetu i njihova radna snaga bi se znatno smanjila. Međutim, takav scenario je malo verovatan, s obzirom na stabilizaciju koja je u toku u ovim državama.

6.4. REFORME TRŽIŠTA RADA PRE I TOKOM KRIZE

Povoljan razvoj tržišta rada u evrozoni tokom decenije pre globalne finansijske krize delimično odražava prethodne strukturne reforme¹⁹⁷. Poreski klinovi (*tax wedges*)

¹⁹⁶ Bräuninger, D., (2014), »The Dynamics of Migration in Euro Area«, *Deutsche Bank Research*. Str.: 11.

¹⁹⁷ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 49.

su smanjeni u većini država članica evrozone, dok je u preostalim državama članicama evrozone izvršena reforma naknada u slučaju nezaposlenosti, kroz pooštavanje postojećih radnih mesta ili ispunjenja uslova za rad i/ili skraćivanje perioda primanja naknada¹⁹⁸. Nekoliko reformi je bilo usmereno na smanjenje prevremenog odlaska u penziju, sa povećanjem zakonske starosne granice i smanjenjem finansijskih podsticaja za prevremeni odlazak u penziju. U proseku, ove mere su podstakle ponudu radne snage, naročito starijih radnika.

Reforme koje su uvedene na tržištu rada u Nemačkoj u ranim 2000-im godinama (Hartz reforme) predstavljaju dobar primer uspešnih reformi koje su doprinele boljoj performansu tržišta rada tokom tekuće krize¹⁹⁹. Strategija reforme je podrazumevala poboljšanje službe za zapošljavanje i redizajniranje mera politike tržišta rada koje su na snazi, kako bi se uključili nezaposleni ljudi, skratio period primanja naknada u slučaju nezaposlenosti i podstakla tražnja za radnom snagom deregulacijom segmenata tržišta rada i promovisanjem nisko plaćenih poslova sa nepunim radnim vremenom („mini poslovi“). Kao deo reformi naknada u slučaju nezaposlenosti, kriterijumi koji su morali da budu ispunjeni su postali strožiji i pojačane su sankcije u slučaju odbijanja ponude za posao. Program za nastavak pružanja pomoći za nezaposlene, koji je obezbeđivao naknade na osnovu ispitanih sredstava, potencijalno beskonačno, je spojen sa manje velikodušnim programom socijalne zaštite. Kao rezultat toga, smanjio se iznos rezervisane nadnice (*reservation wage*) i povećao se intenzitet kojim su nezaposleni tražili poslove²⁰⁰. I određena institucionalna ograničenja u vezi agencija za privremeno zapošljavanje i privremenih ugovora o radu su olabavljena. Takođe, reforme su omogućile da se poboljša uparivanje nezaposlenih ljudi i slobodnih radnih mesta, i na taj način su doprinele smanjenju nezaposlenosti. Pored toga, povećana upotreba računa radnog vremena, u saradnji sa kratkoročnim merama rada pod javnim pokroviteljstvom („*Kurzarbeit*“), su takođe predstavljali značajne faktore koji su ograničili pad zaposlenosti u Nemačkoj tokom Velike recesije u prvoj fazi krize.

U državama evrozone, nakon početka krize u 2008. godini, mere politike su inicijalno bile fokusirane na podršku agregatnoj tražnji i povećanje zaposlenosti. Da bi se ublažio uticaj krize na zaposlenost, pojavile su se i mere koje su podsticale fleksibilno radno vreme. Kako se kriza razvijala, mere politika su se fundamentalno promenile, posebno u onim državama članicama evrozone koje su bile više pogođene krizom i u kojima je potreba za suštinskom reformom tržišta rada postajala sve očiglednija.

Tokom krize, pre svega opterećene države su izvršile reforme tržišta rada²⁰¹:

- Grčka

Reforme institucija tržišta rada su podrazumevale: promenu minimalne zarade od one utvrđene putem pregovora (između socijalnih partnera) do minimalne zarade propisane zakonom koje su države odredile u dogovoru sa socijalnim partnerima;

¹⁹⁸ Poreski klin je jednak zbiru poreza na zaradu, socijalnih doprinosa na teret zaposlenog i socijalnih doprinosa na teret poslodavca.

¹⁹⁹ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 50.

²⁰⁰ Rezervisana nadnica je najmanja plata po kojoj su radnici spremni da prihvate određeni posao.

²⁰¹ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 50-51.

uvođenje pod-minimalne zarade za mlade; prelazak sa kolektivnih ugovora na nivou sektora na kolektivne ugovore na nivou preduzeća; uvođenje racionalizacije za otpremnine i procedure za otpuštanje (smanjenje rokova za davanje otkaza). Potreba za neodložnim ponovnim uspostavljanjem konkurentnosti je podstakla smanjenje nivoa minimalne zarade.

- Irska

Sektorski ugovori o zaradama se reformišu kako bi postali fleksibilniji i usklađeniji sa ekonomskim uslovima, a takođe su ojačane i politike uključivanja i obuke na tržištu rada.

- Portugalija

Uvedeno je značajno smanjenje otpremnina, zajedno sa povećanjem fleksibilnosti radnog vremena, smanjenjem prekovremenog rada, ublažavanjem definicije pojedinačnih otpuštanja (na osnovu ekonomskih razloga i nedostatka nadležnosti), i većim obimom kolektivnih pregovaranja na nivou preduzeća. Pored toga, sistem osiguranja u slučaju nezaposlenosti je revidiran smanjenjem stope zamene zarade naknadom i maksimalnog trajanja naknada. Ove reforme su praćene paketom mera politika tržišta rada, koje pokrivaju i mlade i dugoročno nezaposlene.

- Španija

Glavni ciljevi reformi tržišta rada su bili povećanje interne fleksibilnosti preduzeća, čime je preduzećima omogućeno da izmene određene aspekte svojih radnih uslova u odnosu na odredbe kolektivnih ugovora na nivou sektora, i da smanje volatilitet zapošljavanja povećanjem podsticaja za stalne ugovore. Sistem kolektivnog pregovaranja je takođe modifikovan kako bi omogućio da kolektivni ugovori na nivou preduzeća preovlađuju, i u februaru 2012. godine je izvršena reforma tržišta rada sa dodatnim merama kako bi se značajno povećala decentralizacija pregovaranja plata i smanjila zakonska zaštita zaposlenja (*Employment Protection Legislation - EPL*), za stalno zaposlene radnike.

- Italija

Cilj reforme iz 2012. godine je bio smanjenje dualizma, na taj način što je olabavila kazne za individualne otkaze za stalno zaposlene radnike i neznatno povećala doprinose za socijalno osiguranje za privremeno zaposlene radnike (nakon čega je usledio zakon o radnim odnosima „*Jumpstart Our Business Startups Act - JOBS Act*“ iz 2014. godine koji se takođe bavio dualizamom kao i daljom korekcijom propisa o otpuštanju). Prema „*Accordo Interconfederale*“ iz juna 2011. godine, nacionalni ugovori mogu da definišu oblasti u kojima ugovori na nivou preduzeća mogu da odstupaju od nacionalnih propisa, ako su potpisani od strane većine zaposlenih. U 2014. godini socijalni partneri su se dogovorili oko „*Konsolidovanog Zakona o predstavljanju*“ kako bi se smanjila neizvesnost u pregovaračkim tokovima pružanjem efikasne primenljivosti ugovora u okviru cele grane industrije i na nivou preduzeća. Ipak, uticaj ovih reformi tržišta rada ostaje neizvesan.

- Kipar

Obustavljena je primena indeksiranja zarada (*wage indexation*) tokom krize i sistem indeksiranja zarada se reformiše, a naknada u slučaju nezaposlenosti i sistemi socijalne pomoći se trenutno razmatraju kako bi poboljšali podsticaj za prihvatanje poslova²⁰².

- Francuska

²⁰² Indeksiranje zarada je stalno prilagođavanje zarada stopi inflacije.

U 2013. godini uveden je nacionalni interprofesionalni ugovor sa ciljem davanja više fleksibilnosti poslodavcima da se prilagode promenama ekonomskih uslova uz istovremeno uvođenje novih prava za zaposlene.

Na sledeća sporna pitanja vezana za politiku tržišta rada treba da se obrati pažnja²⁰³. U prisustvu visoke nezaposlenosti, fleksibilna reakcija plata na uslove na tržištu rada je krucijalna, kako bi se olakšalo neophodno sektorsko prebacivanje i primenile mere za podsticanje stvaranja novih radnih mesta, posebno u kontekstu visokog i rastućeg neslaganja na nekim tržištima rada evrozona. Viša diferencijacija plata predstavlja važan mehanizam signalizacije o različitim vrstama radnika i sektora, koji može da ubrza proces realokacije i obezbedi efikasnije uparivanje ponude i tražnje radne snage.

Dualnosti na tržištu rada koje su preovlađivale na početku krize su pojačale prilagođavanje zapošljavanja kao odgovor na negativne šokove i neproporcionalno opteretile procesom rebalansa određene grupe radnika, kao što su privremeni radnici, mladi i manje kvalifikovani. Veći akcenat treba da se stavi na smanjenje segmentacije tržišta rada, kako bi se poboljšala fleksibilnost preduzeća da reaguje na promenu uslova tražnje i obezbedio veći pristup radu i obuci za mlade, koji su posebno negativno pogođeni krizom. Fokus treba da bude na smanjenju prosečnih troškova prilagođavanja radne snage kako bi se smanjile dualnosti i distorzije koje su se povećale pre krize i na taj način rešili osnovni problemi vezani za rigidnosti na tržištu rada.

Kriza je dovela do snažnog povećanja dugoročne nezaposlenosti u nekim državama. Kako bi se to rešilo, biće neophodno bolje fokusiranje aktivnih mera politike tržišta rada (*Active Labour Market Policies - ALMP*), uključujući ciljne mere prekvalifikacije. Aktivne mere politike tržišta rada bi pomogle da se spreče histerezis efekti (*hysteresis effect*) i smanji rizik da će se dugotrajna nezaposlenost pretvoriti u dalja povećanja strukturne nezaposlenosti²⁰⁴. Mere treba da se fokusiraju posebno na mlade i manje kvalifikovane radnike, kako bi se obezbedila neophodna prekvalifikacija koja bi pripremila ove grupe radnika za nove mogućnosti zapošljavanja, na taj način smanjujući strukturnu neusaglašenost između veština koje se traže i koje su u ponudi, posebno u onim privredama koje su najviše pogođene velikim, i naizgled trajnim, smanjenjem nekih sektora. Istovremeno, neophodni su dodatni napor u cilju povećanja međuregionalne i međudržavne mobilnosti radne snage u državama evrozona (posebno za nisko-kvalifikovane radnike), kako bi se direktno uticalo na posledice visokih lokalizovanih nivoa nezaposlenosti i ublažilo nastajanje uskih grla koji se pojavljuju na tržištu rada u jačim državama u evrozoni koje su u porastu. Pokušaji i nacionalnih i panevropskih reformi su potrebni kako bi se povećala mobilnost radne snage. Tekuće reforme tržišta rada u državama poput Grčke, Irske, Portugalije, Španije, Italije i Kipra obuhvataju važne mere za smanjenje zaštite prekomernog zapošljavanja i povećanje fleksibilnosti zarada.

I pored ovih pokušaja, napredak reforme tržišta rada je ostao parcijalan i neujednačen u evrozoni²⁰⁵. S obzirom na to da može da potraje dok uticaj reformi koje

²⁰³ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 8-9.

²⁰⁴ Histerezis je svojstvo promenljive da, usled dejstva šoka i udaljena od svoje inicijalne vrednosti, neće pokazati tendenciju da se na nju vrati čak i kada je šok prošao.

²⁰⁵ Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu. Str.: 51-52.

su već preduzete ne bude imao potpunije rezultate, potrebno je da se još više napora uloži u državama članicama evrozone kako bi se postigao stepen fleksibilnosti tržišta rada koji je primeren članstvu u monetarnoj uniji. Značajno povećanje nezaposlenosti koje je primećeno tokom krize je posebno koncentrisano u opterećenim državama čija su glavna karakteristika institucije tržišta rada i rigidnosti, gde je neophodno i naglo regulisanje neravnoteža u početku rezultiralo jakim padom output-a i zaposlenosti, umesto prilagođavanjem plata. Mnoge države članice evrozone treba da izvrše značajne reforme u oblasti regulacije zakonske zaštite zaposlenja ako žele da dostignu viši nivo fleksibilnosti koji je zastupljen u drugim državama članicama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (*Organization for Economic Cooperation and Development - OECD*), kao što su Velika Britanija i SAD. Na potrebu za sveobuhvatnijim merama za povećanje fleksibilnosti tržišta rada evrozone ukazuje dugoročno poređenje stopa nezaposlenosti u evrozoni i SAD. Primetan je trend porasta stopa nezaposlenosti u evrozoni od osamdesetih godina XX veka, pri čemu šokovi nezaposlenosti sa tendencijom rasta (kao što su šokovi cena nafte tokom ranih osamdesetih godina XX veka, itd.) su po pravilu dugotrajni, što može delimično da bude zbog rigidnosti tržišta rada. Nasuprot tome, u istom periodu, ne postoji trend povećanja stope nezaposlenosti u SAD, što ukazuje da su šokovi nezaposlenosti sa tendencijom rasta obrnuti, što je u skladu sa fleksibilnijim karakteristikama tržišta rada SAD.

U državama članicama evrozone, neophodne su dalje reforme koje se odnose na kolektivno pregovaranje i sisteme poreza i naknada, kako bi se omogućilo da ugovori na nivou preduzeća bolje odražavaju uslove na lokalnom tržištu rada, uz istovremeno povećanje ekonomskog podsticaja za rad. Dalja smanjenja rigidnosti prilagođavanja zapošljavanja i dualnosti tržišta rada bi takođe omogućila da se ubrza preraspodela resursa i zapošljavanja u produktivnije sektore. U kombinaciji sa aktivnim programima na tržištu rada, ove reforme će takođe da pomognu da se smanji strukturna nezaposlenost.

Suzbijanje velikog povećanja dugoročne nezaposlenosti će zahtevati veći akcenat na (re)aktivaciji mera politike - preko reprioritetizacije aktivnih politika tržišta rada s obzirom na ograničenja budžeta javnog sektora – u cilju poboljšanja zapošljavanja radnika koji su pomereni iz trajno smanjenih sektora. Međutim, iako aktivne politike tržišta rada mogu da pomognu mladim ljudima da se reintegrišu i da se nezaposleni zaposle i da obezbede pristup obukama i iskustvu koji utiču na povećanje produktivnosti, one ne predstavljaju adekvatnu zamenu za šire mere kojima treba da se podstakne formiranje fleksibilnijeg tržišta rada.

Sve u svemu, reforme koje pružaju veću fleksibilnost u zapošljavanju i zaradama će da smanje troškove prilagođavanja vezane za idiosinkratske šokove i povećaju efikasnost i efektivnost mehanizma transmisije monetarne politike. Međutim, da bi se u potpunosti iskoristile koristi od reformi tržišta rada, one moraju da budu praćene povećanom konkurencijom i značajnim reformama tržišta proizvoda, koje su od krucijalnog značaja za omogućavanje državama evrozone (i evrozoni u celini) da optimalno i brzo odgovore na šokove i na taj način izbegnu veće troškove izgubljenog output-a i više nezaposlenosti koja je vezana za sporija i odužena prilagođavanja. Dalja reforma tržišta rada je neophodna u državama članicama evrozone i pomoći će da se smanji strukturna nezaposlenost, i da se smanji rizik od ciklične nezaposlenosti koji se kasnije pretvara u dalje povećanje strukturne nezaposlenosti.

EMU treba da se zasniva na shvatanju da će zapošljavanje i socijalna kriza u nekim njenim delovima da imaju negativan uticaj na druge države članice i valutnu uniju u celini. Visoka nezaposlenost, neaktivnost ili siromaštvo u delovima monetarne unije redukuju tražnju u kratkom roku, a u srednjem i dugom roku mogu da umanje mogućnosti za zapošljavanje ljudi i dovedu do implicitnih fiskalnih troškova. Pored toga, oni narušavaju legitimitet nacionalnih vlada i EMU u celini, smanjući mogućnost da se valutnom unijom efikasno upravlja.

Prema tome, države članice EMU treba da kolektivno omoguće prikladne mere vezane za politiku zapošljavanja i socijalnu politiku kako bi se smanjile, a po mogućstvu i sprečile, te neravnoteže. Iz tog razloga je neophodno da se dodatno ojača koordinacija i nadzor politike zapošljavanja i socijalne politike u EMU. Sve države treba da budu usmerene prema određenim standardima politike.

Skorašnje mere za promovisanje mobilnosti radne snage u EU se odnose na sledeće oblasti²⁰⁶:

1) prava radnika i zabranu diskriminacije

Nedavno je uvedena direktiva koja zahteva od država da obezbede efikasnost načela zabrane diskriminacije na taj način što će da omoguće migrantima koji rade odgovarajuća sredstva za pravo traženja odštete usled diskriminacije i osnuju organizacije koje informišu radnike o njihovim pravima. Usvojeno 2014. godine.

2) priznavanje stručne spreme

U 2013. godini, Evropski parlament i Savet su izmenili Direktivu o priznavanju stručne spreme iz 2005. godine. Amandman je uveo "Evropsku profesionalnu karticu" koja će omogućiti da radnicima jednostavnije i brže budu priznate kvalifikacije putem elektronskog sertifikata. Usvojeno 2013. godine.

3) mrežu evropskih javnih službi za zapošljavanje

EU trenutno nastoji da poveća kapacitete koordinacije mreže Evropskih službi za zapošljavanje (*European Employment Services - EURES*). EURES poslovni portal treba da sadrži kompletan spisak oglasa za slobodna radna mesta u kombinaciji sa velikim brojem biografija radnika koji traže posao. U toku su pregovori.

Komisija je pokrenula pilot-projekat pod nazivom „Vaš prvi posao preko EURES“, koji je ciljni program mobilnosti. Ciljevi tog programa su: popunjavanje slobodnih radnih mesta određenog zanimanja, u određenom sektoru, državi ili grupi država, ili podupiranje specifičnih grupa radnika koji su skloni mobilnosti, kao što su mladi. U okviru programa, 5.000 mladih Evropljana treba da dobije pomoć vezano za mobilnost i za njihovo traženje posla.

4) proširenje dodatnih prava na penziju

Evropski parlament i Savet su usvojili direktivu koja postavlja minimalne standarde za zaštitu dodatnih prava na penziju za mobilne radnike. Direktiva će da pomogne da se uklone prepreke za slobodno kretanje radnika, kao što je dug radni staž, kako bi stekli pravo na penziju, ili rizik od gubitka ovih prava prilikom napuštanja penzionog sistema. Usvojeno u 2014. godini, preuređenje do 2018. godine.

Što se tiče izgleda za mobilnost radne snage u evrozoni, veća mobilnost evropskih radnika može da bude podržana akcijama za smanjenje kulturnih i jezičkih barijera (kroz programe razmene, itd.) i za smanjenje administrativnih prepreka (prenos

²⁰⁶ Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, Trésor-Economics 143: 1-8. Str.: 7.

prava, itd.)²⁰⁷. Međutim, ako visoka stopa nezaposlenosti u državama koje su najteže pogođene krizom potraje, sprečavajući ih na taj način da prate ostatak Evrope, mogao bi da se pojavi novi talas mobilnosti radne snage, sa permanentnim tokovima migracije u jednom smeru - iz perifernih država ka jezgru. U takvom hipotetičkom scenariju, bilo bi potrebno da Evropski investicioni programi i socijalni mehanizmi ponište uticaj potencijalnih efekata aglomeracije.

Smanjenje regulatornih, jezičkih i kulturnih barijera će dovesti do veće mobilnosti radne snage u okviru EU²⁰⁸. EU je već dosta radila na harmonizaciji kako bi smanjila prepreke za mobilnost radne snage između 28 država članica. Slobodno kretanje radne snage je sadržano u Ugovoru iz Rima i podržano je od strane mnogih zakonskih propisa kako bi se smanjile prepreke za mobilnost. Sloboda kretanja i boravka je pravo građana EU koje datira od Ugovora iz Maastrichta. Ostvarivanje ove slobode je regulisano 2004. godine Direktivom o slobodnom kretanju građana, kojom je propisano da boravak u drugoj državi duži od tri meseca podleže određenim uslovima, kao što je na primer posedovanje dovoljnih sredstava. U tom kontekstu, EU nastoji da obezbedi prenosivost socijalnih prava, opšte priznavanje profesionalnih kvalifikacija i saradnju između nacionalnih službi za zapošljavanje. Njeno glavno dostignuće je Uredba o koordinaciji sistema socijalne sigurnosti za sve osnovne naknade (zdravstvo, penzije, nezaposlenost) iz 2004. godine, tako da različiti nacionalni sistemi ne uskraćuju mobilnim radnicima prednosti koje su ostvarili kroz svoj nacionalni sistem.

Međutim, više administrativne harmonizacije je i dalje potrebno kako bi se olakšala mobilnost radne snage. Na harmonizaciji i povećanju efikasnosti evropskih standarda mora više da se poradi. Na primer, države članice bi mogle da produže rok naknade u slučaju nezaposlenosti sa tri meseca na šest meseci za nezaposlene koji traže posao na drugom tržištu rada, kao što je predloženo od strane Komisije u 2013. godini u okviru Komunikacije o socijalnoj dimenziji ekonomske i monetarne unije²⁰⁹.

Takođe, dalje akcije su potrebne kako bi se smanjile prepreke koje se odnose na jezičke i kulturne razlike. Evropska istraživanja pokazuju da su glavne prepreke za mobilnost vezane za kulturne i jezičke raznovrsnosti²¹⁰. Ove barijere su teže za prevazilaženje od administrativnih problema koji proističu iz različitih sistema za socijalno osiguranje. Iako mladi ljudi bolje vladaju stranim jezicima i spremniji su na mobilnost u Evropi kroz programe kao što su Erasmus univerzitetski program razmene ili Leonardo program za pripravnike, biće potrebno vreme da se vide rezultati. U tom kontekstu, povećanje sredstava za finansiranje programa razmene za evropske studente može da utiče na povećanje mobilnosti u Evropi u srednjem roku. Primećeno je da građani koji su učestvovali u takvim programima imaju veće šanse da rade van svoje domovine u nekom trenutku u svojoj karijeri²¹¹.

Iako možda nije dostigla svoj vrhunac, migracija u okviru evrozone će

²⁰⁷ Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, Trésor-Economics 143: 1-8. Str.: 1.

²⁰⁸ Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, Trésor-Economics 143: 1-8. Str.: 7.

²⁰⁹ European Commission, (2013), »Strengthening the Social Dimension of the Economic and Monetary Union«, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, www.ec.europa.eu.

²¹⁰ European Commission, (2009), »Geographical and Labour Market Mobility«, Special Eurobarometer 337, www.ec.europa.eu.

²¹¹ Parey, M., Waldinger, F., (2011), »Studying Abroad and the Effect on International Labor Market Mobility: Evidence from the Introduction of ERASMUS«, *Economic Journal* 121 (551): 194-222. Str.: 2.

najverovatnije da ostane na visokom nivou zato što se veliki broj mladih Evropljana uspešno odlučio da traži posao u inostranstvu, i na taj način može da postane uzor drugima²¹². Ovo je dobra vest zato što povećana mobilnost radne snage može da podstakne stabilnost i rast u EU i unapredi evropske integracije. U evrozoni, migracija predstavlja dobrodošao mehanizam prilagođavanja koji doprinosi tekućem rebalansu, mada u Španiji ovaj mehanizam može samo delimično da funkcioniše u ovom trenutku, zato što bi mogao da predstavlja prepreku za oporavak stambenog tržišta. Pored toga, mladi ljudi koji rade u partnerskim državama mogu da budu ambasadori svoje matične države i promovišu uzajamno razumevanje među građanima EU, čak i ako je odluka da migriraju posledica ekonomskih ograničenja.

Međutim, sa demografske tačke gledišta, mobilnost radne snage u okviru evrozone je igra sa nultom sumom. Pored Francuske, gotovo cela evrozona se suočava sa periodom brzog starenja stanovništva. Prema tome, Evropi je potrebna veća imigracija radne snage sa drugih kontinenta.

Ukoliko se ostvare efekti aglomeracije u evrozoni, mobilnost radne snage bi mogla da postane otežavajuća okolnost i trebalo bi da se uvedu fiskalni mehanizmi za transfer²¹³.

Od krucijalnog značaja je da se utvrdi da li je šok koji je pogodio evrozonu i pokrenuo migracione tokove privremen ili strukturni. Ako se ispostavi da se evrozona suočava sa trajnim šokom, što podrazumeva sprečavanje procesa ekonomske konvergencije i postojanje dugotrajnih razlika između država, to bi moglo da prouzrokuje trajne jednosmerne migracione tokove između regiona. Takvi tokovi mogu da dovedu do značajnih transfera humanog kapitala u okviru evrozone. Takvi efekti aglomeracije postoje u mnogim državama, u kojima u pojedinim regionima koji su suočeni sa ozbiljnim ekonomskim šokovima može da dođe do pada broja stanovnika usled trajnog pada ekonomske aktivnosti. Kada do takvih pojava dođe u jednoj državi, one se delimično poništavaju interregionalnim mehanizmima preraspodele. Nasuprot tome, jedini takvi mehanizmi solidarnosti u evrozoni su strukturni fondovi EU koji su relativno skromne veličine. To znači da efekti aglomeracije između država, sa aglomeracijom ekonomskih aktivnosti i faktora proizvodnje u pojedinim državama na štetu drugih, prouzrokuju povećanje razlika između država članica.

U ovom trenutku, teško je utvrditi da li su migracioni tokovi primećeni tokom krize privremeni ili trajni. Tačnije, još uvek je nemoguće utvrditi da li su razlike u stopama rasta primetne od 2008. godine strukturne ili ciklične. U svojoj prvoj deceniji postojanja, u evrozoni je bilo primetno približavanje životnog standarda država članica, ali kriza je pokazala da proces nije bio održiv, sa špekulativnim finansijskim mehurima i prekomernim državnim dugom. Kriza je prouzrokovala nove razlike između država članica vezane za stope rasta i životni standard. Međutim, teško je da se zaključi u ovom trenutku da li je razlika između stopa rasta strukturna i trajna.

Ukoliko se ostvare razlike u evrozoni, koje se prepoznaju po stalnim i jednosmernim migracionim tokovima, trebalo bi da se uvedu kompenzacioni fiskalni mehanizmi u cilju uspostavljanja međudržavne solidarnosti. Ukoliko je trajni šok doveo do dugotrajnih razlika između država članica EMU, jedno od mogućih rešenja koje treba uzeti u obzir je sprovođenje investicionih programa koji su slični strukturnim fondovima, ali u većem obimu, zajedno sa programima obuke za obavljanje različitih

²¹² Bräuninger, D., (2014), »The Dynamics of Migration in Euro Area«, *Deutsche Bank Research*. Str.: 12.

²¹³ Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, *Trésor-Economics* 143: 1-8. Str.: 8.

poslova u najteže pogođenim područjima, kako bi se obnovio njihov potencijalni output i tržište rada. To bi podrazumevalo sprovođenje mera politike vezanih za države i grupe stanovništva koje su pogođene, u obliku budžetskog mehanizma koji je specifičan za evrozonu i odgovoran za dodelu finansijskih sredstava za finansiranje javnih dobara, kao što su infrastruktura, istraživanje i obuka. U slučaju privremenog šoka, sprovođenje odgovarajućeg kontracikličnog rešenja bi ublažilo histerezis efekat, pri čemu privremeni šok ima trajni uticaj na aktivnost i zaposlenost. Uspostavljanje sistema osiguranja u slučaju nezaposlenosti za evrozonu bi moglo da bude dobro rešenje, zato što bi moglo da grupiše troškove asimetričnih šokova i održi nivo agregatne tražnje u pogođenim područjima. Međutim, to podrazumeva suočavanje sa mnogim izazovima. Na primer, glavni se odnosi na problem moralnog hazarda - da li sistem može da minimizira iskušenje država članica da odlože reforme usled saznanja da će dobiti finansijsku pomoć od EU; zatim, da li bi nadnacionalni sistem zahtevao usklađivanje nacionalnih sistema; i na kraju: da li to sve može uopšte da se realizuje u okviru postojećeg zakonskog okvira?

6.5. DEMOGRAFSKE PROJEKCIJE ZA EVROZONU

Demografski trendovi projektovani na dugi rok pokazuju da će Evropa „da postane sve više seda“ u narednim decenijama²¹⁴. Evrozona i EU će morati da se izbore sa velikim brojem dugoročnih demografskih izazova zbog starenja stanovništva. Prema mišljenju Evropske komisije i Evropskog saveta, potrebno je da se odlučno razmotri uticaj starenja stanovništva na Evropske socijalne modele. Demografska kretanja imaju veliki uticaj na tržište rada.

Zbog dinamike fertiliteta, životnog veka i migracije, starosna struktura stanovništva evrozone će značajno da se promeni u narednim decenijama. Projektovano je da će do 2060. godine ukupan broj stanovnika da bude nešto veći, ali će stanovnici da budu mnogo stariji nego što su sada. Projektovano je povećanje broja stanovnika u evrozoni (sa 334,5 miliona u 2013. godini) do 2045. godine, kada će da dostigne najviši iznos od 345,2 miliona, a nakon toga će broj stanovnika da počne polako da opada do 341,2 miliona u 2060. godini. Međutim, do ovog povećanja ne bi došlo, da nisu projektovani unutrašnji migracioni tokovi u evrozonu.

Kada je reč o faktorima koji utiču na promenu broja stanovnika, projektovan je porast ukupne stope fertiliteta u evrozoni sa 1,56 u 2013. godini na 1,72 u 2060. godini. Istovremeno, projekcije pokazuju veliko i stalno povećanje očekivanog trajanja života novorođenih. U evrozoni, projektovano je da će očekivano trajanje života novorođenih za muškarce da se poveća za 6,5 godina u periodu od 2013. do 2060. godine, i da će da dostigne 85,2 u 2060. godini. Za žene je projektovano da će da se poveća za 5,5 godina u periodu od 2013. do 2060. godine, i da će da dostigne 89,5 u 2060. godini. Projektovano je da će da se nastave neto migracioni prilivi u EU; prvo će da porastu do 977.300 u 2040. godini, a zatim će da opadnu na 769.600 ljudi u 2060. godini.

Kao rezultat ovih različitih trendova među starosnim grupama, projektovano je da će demografska stopa zavisnosti starih (*Demographic Old-Age Dependency Ratio*) (ljudi starosti 65 godina ili iznad u odnosu na ljude starosti od 15-64 godina) da se poveća u evrozoni sa 29% u 2013. godini na 51% u 2060. godini. To znači da će u

²¹⁴ European Commission, (2015), »The 2015 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2013-2060)«, European Economy Series 3, www.ec.europa.eu.

evrozoni da dođe do pomeranja sa četvero radno sposobnih ljudi za svaku osobu starosti preko 65 godina na oko dvoje radno sposobnih osoba.

Projekcije radne snage pokazuju porast ukupne stope učešća, koji je naročito vidljiv kod uzrasta 50+, što odražava kombinovani efekat sve većeg priključivanja mladih generacija žena na tržište rada, zajedno sa očekivanim uticajem reformi penzionog sistema. Ubedljivo najveći porast stope učešća je projektovan za starije radnike (oko 21,1 procentnih poena za žene i 10,2 procentnih poena za muškarce) u evrozoni za starosnu grupu 55-64, pod uticajem donetih reformi penzionog sistema.

Shodno tome, projektovano je da će se jaz između polova značajno smanjiti u periodu do 2060. godine. Projektovano je da će se ukupna stopa učešća (za starosnu grupu 20-64) u evrozoni povećati za 2,8 procentnih poena (sa 77,5% u 2013. godini na 80,3% u 2060. godini). U istom periodu, projektovano je da će stopa učešća žena da se poveća za 5,7 procentnih poena, u poređenju sa 0,2 procentna poena za muškarce.

U evrozoni, projektovani pad u ponudi radne snage između 2023. i 2060. godine je 9,2%, što je ekvivalentno oko 14 miliona ljudi.

S obzirom na projekciju stanovništva, projekciju radne snage i pretpostavke o stopi nezaposlenosti, projektovano je da će ukupna stopa zaposlenosti (za lica starosti od 20 do 64 godina) u evrozoni da se poveća sa 67,7% u 2013. godini na 74,7% u 2060. godini.

Projekcije pokazuju da će zaposlenost (uzrasta 20-64 godina) da dostigne najveći iznos na 141,1 miliona između 2020. i 2025. godine, a da će nakon toga da opadne na 131,8 miliona u 2060. godini. To podrazumeva pad od 6,1 miliona radnika u periodu od 2013. do 2060. godine. Negativni izgledi koji proizlaze iz brzog starenja stanovništva, biće samo delimično poništeni povećanjem stope učešća (žena i starijih radnika), migracionih priliva i projektovanim smanjenjem strukturne nezaposlenosti, što će da dovede do smanjenja broja zaposlenih u periodu od 2025. do 2060. godine (za 9,3 miliona).

Tabela 13: Demografske projekcije za evrozonu

Demografske projekcije	Promena 2013.- 2060.	2013.	2020.	2025.	2030.	2035.	2040.	2045.	2050.	2055.	2060.
Stopa fertiliteta	0,2	1,56	1,59	1,61	1,63	1,65	1,67	1,68	1,69	1,71	1,72
Očekivano trajanje života na rođenju											
Muškarci	6,5	78,7	79,8	80,5	81,3	82,0	82,7	83,3	84,0	84,6	85,2
Žene	5,5	84,0	84,9	85,6	86,2	86,8	87,3	87,9	88,5	89,0	89,5
Očekivano trajanje života osoba starih 65 godina											
Muškarci	4,5	18,2	18,9	19,4	19,9	20,4	20,9	21,4	21,8	22,2	22,7
Žene	4,3	21,7	22,4	22,9	23,3	23,8	24,3	24,7	25,1	25,5	26,0
Neto migracija (u hiljadama)	967,1	-197,4	677,7	813,4	936,0	994,3	977,3	941,6	866,2	834,0	769,6
Neto migracija kao % stanovništva	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Stanovništvo (u milionima)	6,7	334,5	337,7	339,6	341,4	343,2	344,6	345,2	344,6	343,1	341,2
deca (0-14) kao % ukupnog stanovništva	-0,7	15,3	15,0	14,6	14,3	14,2	14,2	14,4	14,5	14,6	14,6
stanovništvo u najboljem dobu (25-54) kao % ukupnog stanovništva	-7,4	42,0	39,3	37,3	36,0	35,3	34,9	34,7	34,6	34,6	34,6
radno sposobno stanovništvo (15-64) kao % ukupnog stanovništva	-9,0	65,5	63,8	62,4	60,6	58,7	57,4	56,6	56,3	56,3	56,5
starije stanovništvo (65 i više) kao % ukupnog stanovništva	9,7	19,2	21,3	23,0	25,1	27,1	28,3	29,0	29,2	29,2	28,9
veoma starije stanovništvo (80 i više) kao % ukupnog stanovništva	7,0	5,5	6,4	6,8	7,6	8,5	9,6	10,8	11,9	12,4	12,5
veoma starije stanovništvo (80 i više) kao % starijeg stanovništva	14,5	28,8	30,3	29,7	30,4	31,4	33,7	37,4	40,7	42,4	43,2
veoma starije stanovništvo (80 i više) kao % radno sposobnog stanovništva	13,7	8,4	10,1	11,0	12,6	14,5	16,6	19,1	21,1	22,0	22,1

Makroekonomske pretpostavke*	Prosek 2013.-2060.	2013.	2020.	2025.	2030.	2035.	2040.	2045.	2050.	2055.	2060.
Potencijalni BDP (stopa rasta)	1,3	0,5	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
Zaposlenost (stopa rasta)	-0,1	0,0	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Input radne snage: broj radnih sati (stopa rasta)	-0,1	-0,2	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Produktivnost radne snage po satu (stopa rasta)	1,4	0,6	0,9	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
Ukupna faktorska produktivnost (stopa rasta)	0,9	0,3	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Povećanje kapitala po radniku (doprinos rastu produktivnosti radne snage)	0,5	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Potencijalni BDP po glavi stanovnika (stopa rasta)	1,3	0,4	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6
Potencijalni BDP po radniku (stopa rasta)	1,4	0,5	0,9	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
Pretpostavke vezane za radnu snagu	Promena 2013.-2060.	2013.	2020.	2025.	2030.	2035.	2040.	2045.	2050.	2055.	2060.
Radno sposobno stanovništvo (15-64) (u hiljadama)	-26.235	219.172	215.311	211.962	206.768	201.617	197.914	195.449	193.871	193.090	192.937
Rast stanovništva (radno sposobno: 15-64)	0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Stanovništvo (20-64) (u hiljadama)	-26.190	201.711	197.798	194.093	189.230	184.350	180.949	178.555	176.805	175.779	175.522
Rast stanovništva (20-64)	0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Radna snaga 15-64 (u hiljadama)	-15.557	159.727	159.753	157.825	154.311	150.930	148.541	146.593	145.230	144.428	144.170
Radna snaga 20-64 (u hiljadama)	-15.393	156.279	156.330	154.435	150.934	147.554	145.206	143.302	141.955	141.148	140.886
Stopa učešća (20-64)	2,8	77,5	79,0	79,6	79,8	80,0	80,2	80,3	80,3	80,3	80,3
Stopa učešća (15-64)	2,1	72,2	73,6	74,0	74,2	74,4	74,6	74,6	74,5	74,4	74,3
mladi (15-24)	-1,0	41,2	40,8	40,3	40,7	41,0	41,2	40,9	40,5	40,3	40,2
u najboljem dobu (25-54)	0,3	85,5	86,1	86,1	86,1	85,9	85,8	85,8	85,8	85,8	85,8
stariji (55-64)	15,8	54,8	63,3	67,3	69,0	70,1	70,8	70,5	70,4	70,5	70,7
Stopa učešća (20-64) - žene	5,7	70,4	73,1	74,2	74,9	75,6	75,9	75,9	76,0	76,1	76,1
Stopa učešća (15-64) - žene	4,5	66,3	68,7	69,5	70,1	70,7	71,0	70,9	70,9	70,8	70,7
mladi (15-24)	-1,1	38,5	38,1	37,5	37,9	38,2	38,3	38,1	37,7	37,5	37,4
u najboljem dobu (25-54)	2,3	79,2	80,9	81,6	81,8	81,7	81,5	81,4	81,5	81,5	81,6
stariji (55-64)	21,1	47,3	57,2	61,8	64,5	66,7	68,4	68,2	68,0	68,1	68,4

Pretpostavke vezane za radnu snagu	Promena 2013.-2060.	2013.	2020.	2025.	2030.	2035.	2040.	2045.	2050.	2055.	2060.
Stopa učešća (20-64) - muškarci	0,2	83,2	83,7	83,8	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,5
Stopa učešća (15-64) - muškarci	-0,4	78,2	78,5	78,4	78,2	78,1	78,2	78,1	78,0	77,9	77,8
mladi (15-24)	-0,9	43,8	43,5	42,9	43,4	43,7	43,8	43,6	43,2	42,9	42,9
u najboljem dobu (25-54)	-1,9	91,8	91,1	90,7	90,3	90,0	89,9	89,9	89,9	89,9	89,9
stariji (55-64)	10,2	62,7	69,7	73,0	73,6	73,5	73,3	72,9	72,7	72,8	72,9
Prosečna starost stvarnog izlaska sa tržišta rada (ukupno) (1)	2,4	63,0	64,4	64,8	64,9	65,0	65,1	65,2	65,3	65,3	65,4
Muškarci	2,3	63,1	64,6	64,9	65,1	65,2	65,2	65,3	65,3	65,4	65,4
Žene	2,5	62,9	64,3	64,6	64,7	64,9	65,0	65,1	65,2	65,3	65,3
Stopa zaposlenosti (15-64)	5,9	63,5	66,2	67,4	68,2	69,0	69,7	69,6	69,6	69,4	69,4
Stopa zaposlenosti (20-64)	7,0	67,7	70,8	72,2	73,1	74,0	74,7	74,7	74,7	74,7	74,7
Stopa zaposlenosti (15-74)	4,8	56,1	58,0	58,9	59,1	59,3	60,0	60,4	60,6	60,8	61,0
Stopa nezaposlenosti (15-64)	-5,4	12,1	10,0	8,9	8,1	7,3	6,6	6,6	6,6	6,7	6,7
Stopa nezaposlenosti (20-64)	-5,3	11,8	9,8	8,6	7,8	7,1	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Stopa nezaposlenosti (15-74)	-5,5	12,0	9,9	8,7	7,8	7,0	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Zaposlenost (20-64) (u milionima)	-6,1	137,9	141,1	141,1	139,1	137,2	135,9	134,1	132,8	132,1	131,8
Zaposlenost (15-64) (u milionima)	-5,9	140,4	143,7	143,8	141,8	139,9	138,7	136,9	135,6	134,8	134,6
udeo mladih (15-24)	1%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
udeo stanovništva u najboljem dobu (25-54)	-5%	77%	73%	70%	69%	70%	70%	71%	71%	71%	71%
udeo starijih (55-64)	5%	15%	19%	22%	22%	21%	21%	20%	20%	20%	20%
Stope zavisnosti	Promena 2013.-2060.	2013.	2020.	2025.	2030.	2035.	2040.	2045.	2050.	2055.	2060.
Udeo starijeg stanovništva (55-64) (2)	1,2	19,2	21,8	23,2	23,0	22,1	21,5	21,0	20,5	20,2	20,3
Stopa zavisnosti starih 15-64 (3)	22	29	33	37	42	46	49	51	52	52	51
Stopa zavisnosti starih 20-64 (3)	24	32	36	40	45	50	54	56	57	57	56
Ukupna stopa zavisnosti (4)	24	53	57	60	65	70	74	77	78	78	77
Ukupna stopa ekonomske zavisnosti (5)	7	135	129	128	130	133	136	139	142	142	141
Ekonomska stopa zavisnosti starih (15-64) (6)	24	44	48	51	56	61	65	68	69	69	68
Ekonomska stopa zavisnosti starih (15-74) (7)	21	44	47	49	53	58	62	65	66	66	65

Izvor: European Commission, (2015), »The 2015 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2013-2060)«, European Economy Series 3, www.ec.europa.eu. Str.:385.

Legenda:

* Potencijalni BDP i njegove komponente se koriste za procenu stope rasta potencijalnog output-a, neto od normalnih cikličnih varijacija.

(1) Na osnovu kalkulacije prosečne verovatnoće ulaska i izlaska radne snage sa tržišta rada posmatrane u poslednjih 10 godina (2004.-2013.).

(2) Udeo starijeg stanovništva = Stanovništvo starosti 55-64 kao % stanovništva starosti 15-64.

(3) Stopa zavisnosti starih = Stanovništvo starosti 65 i više kao % stanovništva starosti 15-64 ili 20-64.

(4) Ukupna stopa zavisnosti = Stanovništvo ispod 15 i iznad 64 kao % stanovništva starosti 15-64.

(5) Ukupna stopa ekonomske zavisnosti = Ukupno stanovništvo minus zaposleno stanovništvo kao % zaposlenog stanovništva 15-74.

(6) Ekonomska stopa zavisnosti starih (15-64) = Neaktivno stanovništvo starosti 65+ kao % zaposlenog stanovništva 15-64.

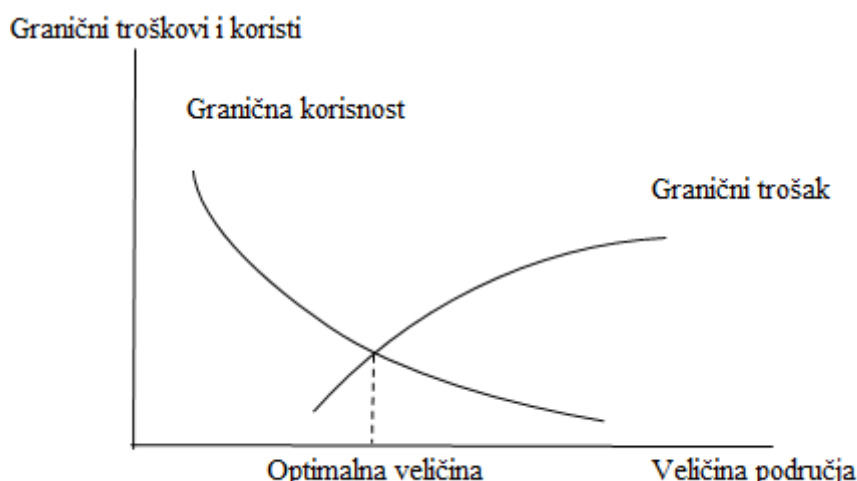
(7) Ekonomska stopa zavisnosti starih (15-74) = neaktivno stanovništvo starosti 65+ kao % zaposlenog stanovništva 15-74.

III. KRIZA EVRA

7. EKONOMSKI I SOCIOPOLITIČKI UZROCI NASTANKA KRIZE EVRA

7.1. TEORIJA OPTIMALNE VALUTNE ZONE

Teorija optimalne valutne zone (*Optimum Currency Area – OCA*) nastoji da utvrdi za koju geografsku zonu je poželjno da uvede jedinstvenu valutu²¹⁵. Ona predstavlja sistematičan način za donošenje odluke o tome da li ima smisla da grupa država napusti svoje nacionalne valute. Koristi se smatraju očiglednim i nastoji se da se dođe do preciznijeg utvrđivanja troškova. Korisnost novca raste sa veličinom zone, ali rastu i troškovi kada zona postane previše raznovrsna. Osnovna ideja je da se različitost pretvara u asimetrične šokove i da je devizni kurs vrlo koristan za rešavanje tih poremećaja. OCA odgovara situaciji kada su granični troškovi i koristi od korišćenja iste valute uravnoteženi, kao što je prikazano na sledećem grafikonu.



Grafikon 36: Teorija optimalne valutne zone

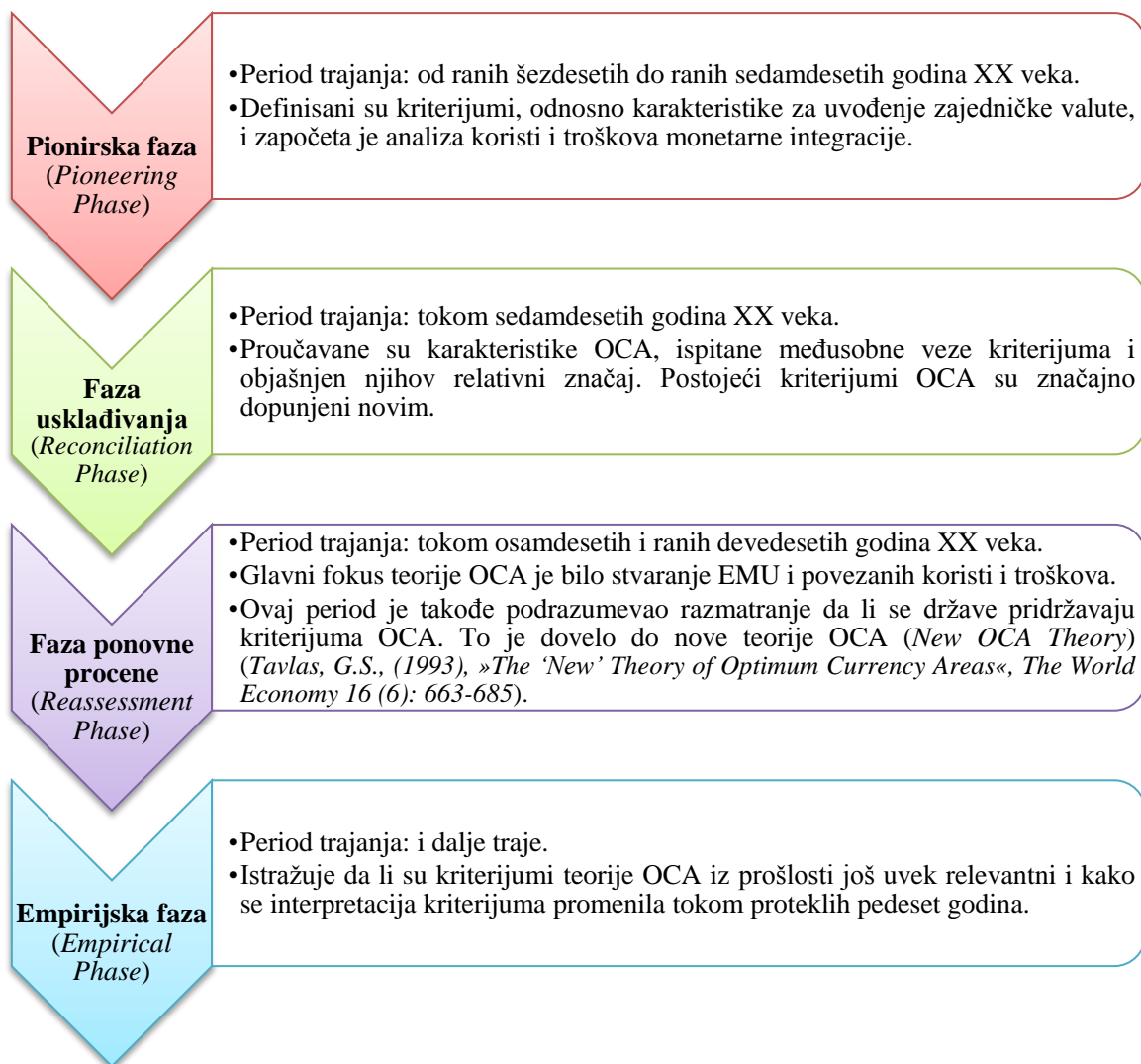
Izvor: Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 317.

Sve dok se države članice suočavaju sa istim šokovima, gubitak deviznog kursa u valutnoj uniji nema značaj²¹⁶. U slučaju simetričnih šokova, unija jednostavno prilagođava svoj zajednički devizni kurs ostatku sveta i njene države članice su u istom položaju kao da je svaka od njih nezavisno menjala sopstveni devizni kurs. Međutim, u slučaju asimetričnih šokova članstvo u monetarnoj uniji postaje ograničavajuće. Pored toga, postoje i simetrični šokovi koji stvaraju asimetrične efekte. Države nikada ne reaguju na potpuno isti način na iste šokove, i njihove različite reakcije mogu da

²¹⁵ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 314-317.

²¹⁶ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 320-321.

nastanu usled njihovih različitih socio-ekonomskih struktura, uključujući regulativu tržišta rada i tradiciju, relativan značaj industrijskih sektora, ulogu finansijskog i bankarskog sektora, spoljnu zaduženost države, sposobnost da se postigne dogovor između preduzeća, sindikata i vlade, itd. Drugi vid asimetrije je vezan za način na koji funkcioniše monetarna politika. Kada zajednička centralna banka reaguje na simetrične šokove, to verovatno neće da ima isti efekat na celokupnu valutnu uniju.



Grafikon 37: Četiri glavne faze razvoja teorije OCA

Izvor: Mongelli, F.P., (2002), »New Views on the Optimum Currency Theory: What is EMU telling Us?«, Working Paper 138, www.ecb.int. Str.: 5.

Debata vezana za OCA ili grupu država za koje je optimalno međusobno fiksiranje kursa ili uvođenje zajedničke valute počela je sa Miltonom Fridmanom 1953. godine, a zatim su u pionirskoj fazi razvoja teorije OCA nastala tri ključna rada - Roberta Mandela 1961. godine, Ronalda Mekkinona 1963. godine i Pitera Kenena 1969. godine. Ovi autori su identifikovali karakteristike (kriterijume) koje potencijalne države članice monetarne unije treba da poseduju da bi bilo izvodljivo da se odreknu

nacionalne monetarne politike i prilagođavanja deviznog kursa nacionalne valute²¹⁷. Teorija OCA uzima koristi kao zadate i predlaže kriterijume na osnovu kojih treba da se ocene troškovi korišćenja iste valute. Ispunjavanje ovih kriterijuma smanjuje korisnost prilagođavanja nominalnog deviznog kursa unutar valutne zone. Države formiraju valutnu zonu u očekivanju da će tekuće i buduće koristi da premaše troškove.

Razna svojstva OCA su nastala iz rasprave o prednosti fiksnog u odnosu na fleksibilan devizni kurs, kao i poređenja nekoliko karakteristika SAD i evropskih ekonomija. Oni čine ranu teoriju OCA (*Early OCA Theory*). Ključne karakteristike za procenu da li je optimalno za dve države da formiraju valutnu uniju su²¹⁸:

1) fleksibilnost cena i nadnica

Ako su nadnice i cene između država fleksibilne, smanjen je negativan uticaj mogućih šokova na zaposlenost i inflaciju. Međutim ako su cene i nadnice rigidne prema dole, može da dođe do potrebe prilagođavanja deviznog kursa, odnosno prilagođavanja na šokove. U tom slučaju fiksni devizni kurs bi bio neodrživ.

Milton Fridman je tvrdio da za države sa rigidnim cenama i nadnicama i nepokretnim faktorima proizvodnje između država, egzogeni šok može najbolje da se apsorbuje fleksibilnim deviznim kursom²¹⁹. Iako Fridman nije bio protivnik valutnih unija, on je smatrao da fokusiranje monetarne politike na stabilizaciju deviznog kursa predstavlja rasipanje resursa. Po njegovom mišljenju, razvoj deviznog kursa treba da se prepusti tržištu, i kreatori politike treba da ga smatraju indikatorom za unutrašnju politiku stabilizacije.

2) mobilnost faktora proizvodnje uključujući radnu snagu

To je kriterijum Roberta Mandela, i glasi: optimalne valutne zone su one u okviru kojih se ljudi kreću sa lakoćom²²⁰.

Glavna ideja je da bi trošak deljenja iste valute mogao da se eliminiše ukoliko bi faktori proizvodnje, kapital i radna snaga bili u potpunosti prekogranično mobilni. Na taj način bi se smanjila potreba za promenama realnih cena faktora i nominalnog deviznog kursa usled šokova. Mobilnost radne snage je faktor koji umanjuje troškove asimetričnog šoka u okviru monetarne unije.

Mobilnost radne snage širom regiona podrazumeva fizičku sposobnost za putovanje (vize, prava radnika, itd.), nepostojanje kulturnih barijera za slobodno kretanje (kao što su različiti jezici) i institucionalne aranžmane (kao što je mogućnost primanja penzija u celom regionu).

I teorija spoljne trgovine ukazuje na mobilnost faktora proizvodnje kao nužnost za povećanje blagostanja unutar slobodnog trgovinskog područja, odnosno unije. Takva mobilnost će verovatno biti umerena u veoma kratkom roku, a njeni efekti mogu da se ispolje tokom vremena. Mobilnost faktora proizvodnje je ograničena tempom kojim direktne investicije mogu da budu generisane od strane jedne države i apsorbovane od strane druge. Slično tome, mobilnost radne snage će verovatno da bude slaba u kratkom roku, zbog značajnih troškova, kao što su migracije i prekvalifikacija. Međutim,

²¹⁷ Dellas, H., Tavlas, G. S., (2009), »An Optimum-Currency-Area Odyssey«, *Journal of International Money and Finance* 28: 1117-1137. Str.: 1121.

²¹⁸ Mongelli, F. P., (2008), »European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory«, *Economic Papers* 302, www.ecb.europa.eu. Str.: 2-3.

²¹⁹ Friedman, M., (1953), »The Case for Flexible Exchange Rates«, u Friedman, M. *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press, Chicago, 157-203.

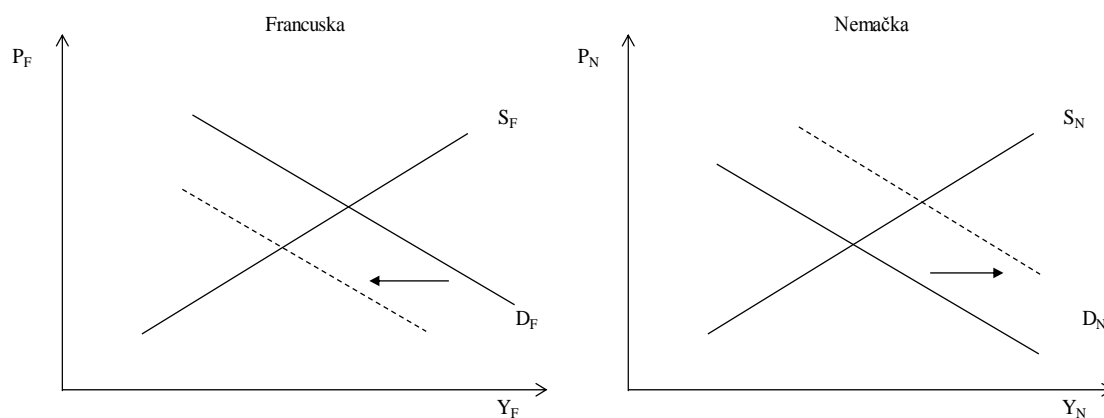
²²⁰ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 322.

mobilnost može da se poveća u srednjem i dugom roku, ublažavajući prilagođavanje na stalne šokove.

Mandel je u svom poznatom radu iz 1961. godine evaluirao optimalnost (a time i poželjnost) monetarne unije²²¹. Prilikom stvaranja monetarne unije, troškovi proizlaze iz činjenice da kada država napusti svoju nacionalnu valutu, ona istovremeno gubi monetarni suverenitet, odnosno mogućnost da upravlja nacionalnom monetarnom politikom. U punoj monetarnoj uniji NCB ili prestaje da postoji ili gubi svoju moć da utiče na promenu cena valuta (preko devalvacije ili revalvacije), da određuje količinu novca u opticaju ili menja kratkoročne kamatne stope. Troškovi ulaska u monetarnu uniju su analizirani preko izdataka koje će država buduća članica da ima u eliminisanju negativnih efekata u slučaju kada je pogođena asimetričnim šokom.

Prema teoriji OCA, ako su koristi od monetarne unije veće od troškova, države članice nemaju podsticaj da napuste uniju. One čine OCA. Ova teorija se najčešće koristila za analiziranje da li bi trebalo da se države pridruže monetarnoj uniji, a može da se koristi i za proučavanje uslova u kojima će postojeće države članice monetarne unije želeti da napuste uniju.

Pretpostavka je da monetarnu uniju formiraju dve države: Nemačka i Francuska²²². Ulaskom u monetarnu uniju, obe države gube svoje nacionalne valute i koriste jedinstvenu valutu (evro), kojom upravlja zajednička centralna banka (ECB). Sledeća pretpostavka je da potrošači iz određenih razloga smanjuju tražnju za francuskim proizvodima i povećavaju tražnju za nemačkim proizvodima. Efekti ove promene agregatne tražnje su predstavljeni na sledećem grafikonu, gde su: P – nivo cena, Y – output, S – ponuda, D – tražnja.



Grafikon 38: Agregatna ponuda i tražnja u Francuskoj i Nemačkoj

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 31.

Kriva agregatne tražnje je predstavljena kao negativno nagnuta linija, koja pokazuje da se u slučaju povećanja nivoa domaćih cena smanjuje tražnja za domaćim output-om. Promena tražnje je predstavljena preko pada u Francuskoj. Rezultat je da će Francuska da bude pogođena padom output-a i rastom nezaposlenosti.

²²¹ Mundell, R., (1961), »A Theory of Optimum Currency Area«, *The American Economic Review* 51 (4): 657-665.

²²² De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 30-31.

Kriva agregatne ponude pokazuje da u slučaju povećanja cena domaćeg output-a, domaća preduzeća povećavaju svoju ponudu da bi profitirala od većih cena. Promena tražnje je predstavljena preko rasta u Nemačkoj. Rezultat je da se output povećava, i ovakva kretanja vode dodatnom padu nezaposlenosti. Prema tome, Nemačka će da doživi procvat koji će da dovede do pritiska na nivo cena.

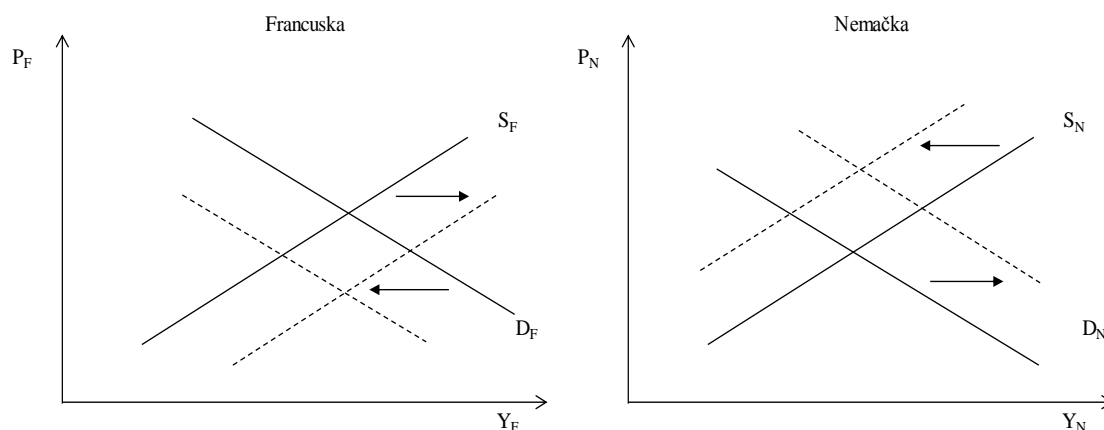
Asimetrični šok promene u tražnji zahteva prilagođavanje u obe države. Francuska će da se suoči sa problemom kako da poveća proizvodnju i smanji nezaposlenost, dok će Nemačka da se suoči sa problemom rastućih cena usled povećane tražnje. Postoje različiti načini rešavanja nastalog poremećaja u slučaju kada su:

- države udružene u monetarnu uniju

Prilikom rešavanja promena u tražnji ukoliko su države u monetarnoj uniji, postoje dva mehanizma koja će automatski da vrata ravnotežu u obe države²²³:

- fleksibilnost nadnica

Postojanje fleksibilnih nadnica u Francuskoj će, usled pada tražnje i smanjenja proizvodnje, da uslovi povećanje nezaposlenosti i veću ponudu radne snage, što će da utiče na sniženje nadnica. U Nemačkoj je obrnuta situacija - povećana tražnja će da utiče na rast proizvodnje i veću tražnju za radnom snagom, što će da prouzrokuje povećanje nadnica. Efekat mehanizma prilagođavanja izazvan promenama u tražnji u uslovima fleksibilnih nadnica je prikazan na sledećem grafikonu.



Grafikon 39: Proces automatskog prilagođavanja usled fleksibilnih nadnica u Francuskoj i Nemačkoj

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 32.

Promene nastoje da ponovo uspostave ravnotežu. Smanjenje nadnica u Francuskoj menja krivu agregatne ponude nadole, što dovodi do snižavanja cena output-a, što povećava konkurentnost proizvoda i tražnju. Povećanje nadnica u Nemačkoj menja krivu ponude naviše, i na taj način utiče na povećanje cena output-a, što smanjuje konkurentnost proizvoda i tražnju.

Efekti drugog reda na agregatnu tražnju će da učvrste ravnotežni mehanizam. Povećanje nadnica i cena output-a u Nemačkoj, doprinosi većoj konkurentnosti francuskih proizvoda, što utiče na rast krive agregatne tražnje u Francuskoj. Smanjenje

²²³ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 32-33.

nadnica i cena output-a u Francuskoj, doprinosi manjoj konkurentnosti nemačkih proizvoda, što utiče na promenu krive agregatne tražnje nadole u Nemačkoj.

- mobilnost radne snage

Neravnoteža izazvana promenama u agregatnoj tražnji može da se reši mobilnošću radne snage, koja je svojstvena monetarnoj uniji. S obzirom na pretpostavku o padu agregatne tražnje i po tom osnovu smanjenju zaposlenosti u Francuskoj, radnici se sele u Nemačku u kojoj postoji veća agregatna tražnja, veća proizvodnja, i povećana tražnja za radnom snagom. Ovo kretanje radne snage eliminiše potrebu za padom nadnica u Francuskoj i njihovim rastom u Nemačkoj. Prema tome, mobilnost radne snage će da prouzrokuje smanjenje nezaposlenosti u Francuskoj, i eliminiše inflatorni pritisak nadnica u Nemačkoj.

Problem prilagođavanja za Francusku i Nemačku će automatski da nestane ako su nadnice fleksibilne i/ili ako je mobilnost radne snage između dve države dovoljno visoka. Međutim, ukoliko ovi uslovi nisu ispunjeni, problem prilagođavanja neće da nestane. Na primer, pretpostavka je da nadnice u Francuskoj ne padaju bez obzira na nezaposlenost i da nema migracije radnika iz Francuske u Nemačku. U tom slučaju, Francuska se našla u stanju neravnoteže. Prekomerna tražnja za radnom snagom u Nemačkoj vrši pritisak na rast cena i pomera krivu ponude na gore. Prilagođavanje ovoj neravnoteži sada mora da dođe isključivo preko rasta cena u Nemačkoj, što čini proizvode manje konkurentnim. U takvoj situaciji dolazi do povećanja konkurentnosti francuskih proizvoda pomerajući krivu agregatne tražnje na gore. Prema tome, ukoliko nadnice u Francuskoj ne opadnu, prilagođavanje nastaloj neravnoteži će biti u vidu inflacije u Nemačkoj.

Takođe, bitna je činjenica da Mandelova analiza polazi od scenarija u kojem se tražnja pomera sa proizvoda jedne države ka proizvodima druge države. Postoje dva mišljenja o tome da li se različiti šokovi tražnje češće pojavljuju između evropskih država koje formiraju monetarnu uniju²²⁴:

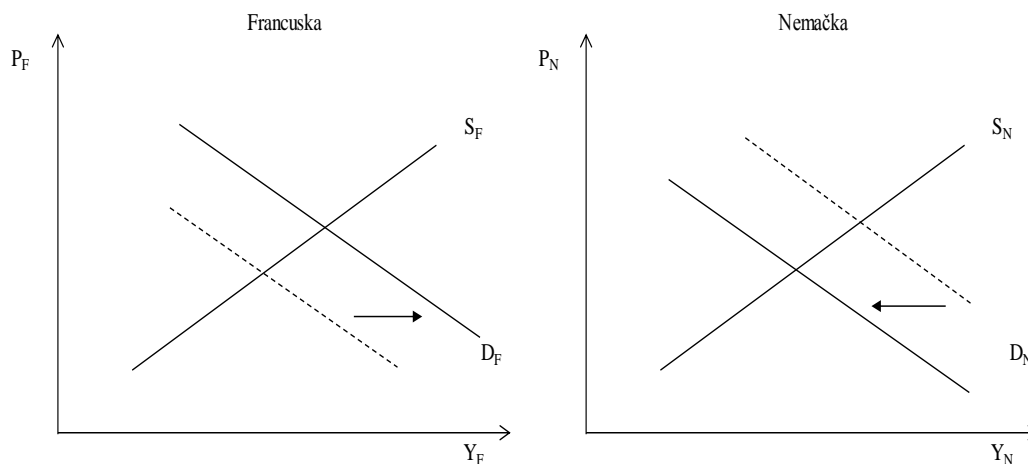
- stav Evropske komisije - kako se stepen ekonomske integracije između država povećava, asimetrični šokovi se ređe javljaju.
- stav Pola Krugmana - kada ekonomska integracija raste, uključene države se više specijalizuju, i više su izložene asimetričnim šokovima²²⁵.
- države funkcionišu kao samostalne ekonomije.

Prilikom rešavanja promena u tražnji ukoliko su države izvan monetarne unije, u ovom slučaju Francuska i Nemačka, bi bile slobodne da koriste instrumente svoje nacionalne monetarne politike kako bi se prilagodile asimetričnim šokovima²²⁶. S obzirom na to da su države samostalne, imaju autonomnost u vođenju monetarne politike, što znači da imaju mogućnost da koriste instrumente svoje nacionalne monetarne politike kako bi se prilagodile asimetričnim šokovima, odnosno da u slučaju poremećaja u tražnji koriste politiku deviznog kursa. Francuska bi bila u stanju da devalvira franak u odnosu na marku, u cilju snižavanja cena svojih proizvoda čineći ih konkurentnijim. Posledica je promena agregatne tražnje u Francuskoj naviše. Nemačka bi bila u stanju da revalvira marku smanjujući agregatnu tražnju, tako da bi se kriva tražnje vratila ulevo. Efekti ovog prilagođavanja deviznog kursa su prikazani na sledećem grafikonu.

²²⁴ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 59-62.

²²⁵ Krugman, P., (1991), *Geography and Trade*, MIT Press, Cambridge.

²²⁶ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 34.



Grafikon 40: Efekti revalorizacije nemačke marke (DM)

Izvor: De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 33.

Na taj način promenama u vrednosti domaćih valuta obe države postižu željene efekte, odnosno Francuska smanjuje nezaposlenost a Nemačka stopu inflacije.

Nasuprot ovome, kada su Francuska i Nemačka zajedno u monetarnoj uniji, one napuštaju kontrolu svog deviznog kursa. Ukoliko u tom slučaju nastupi problem nezaposlenosti, on u Francuskoj može da se reši samo deflacijom. Prema tome, monetarna unija predstavlja trošak za Francusku prilikom nastupanja šokova negativne tražnje. Monetarna unija predstavlja trošak i za Nemačku u tom slučaju, zato što će biti primorana da prihvati veću stopu inflacije.

Može da se stekne utisak da je primena politike deviznog kursa mnogo jeftinija u rešavanju asimetričnog šoka izazvanog promenama u tražnji u odnosu na rešenje koje se koristi ukoliko su države članice monetarne unije. U skladu sa tim, najveći problem predstavlja gubitak prava na samostalno menjanje deviznog kursa. Gubitak autonomije u utvrđivanju deviznog kursa nije važan sve dok konjunktorni ciklusi pokazuju simetrično kretanje. Međutim, ukoliko se ciklusi razlikuju, kao što je bio slučaj u nekim državama članicama EU, države članice mogu da se protive da slede monetarnu politiku fiksne valute, jer takva politika nije najbolje rešenje za sve države.

Glavni zaključak iz prethodne analize je da u slučaju kada su nadnice rigidne i mobilnost radne snage ograničena, države koje formiraju monetarnu uniju će teže da se prilagode promeni tražnje nego države koje održavaju sopstveni nacionalni novac i mogu da devalviraju/revaloriraju svoju valutu. U slučaju država koje su van monetarne unije, devizni kurs dodaje izvesnu fleksibilnost sistemu koji je previše rigidan.

Prema tome, monetarna unija je OCA ako je jedan od sledećih uslova ispunjen: ako postoji dovoljna fleksibilnost nadnica, ili ako postoji dovoljna mobilnost radne snage.

3) integracija finansijskog tržišta

Ako postoji visok stepen finansijske integracije, čak i najmanja promena kamatnih stopa će da vodi ravnotežnom kretanju kapitala među državama.

Financijska integracija može da smanji potrebu za prilagođavanjem deviznog kursa²²⁷. To može da ublaži privremene nepovoljne poremećaje kroz prilive kapitala, na primer pozajmljivanjem od područja sa suficitom. Sa visokim stepenom finansijske integracije čak i umerene promene u kamatnim stopama bi izazvale uravnotežena kretanja kapitala u partnerskim državama. To bi smanjilo razlike u dugoročnim kamatnim stopama, olakšavajući finansiranje eksternih neravnoteža, a takođe i podstičući efikasnu alokaciju resursa. Finansijska integracija ne predstavlja zamenu za stalno prilagođavanje kada je to neophodno, i u ovom slučaju, to samo može da olakša ovaj proces. Privremeni finansijski tokovi mogu da prouzrokuju odlaganje pravog prilagođavanja i učine ga težim u kasnijoj fazi. Takođe, postoji i mogućnost da finansijska integracija može da dovede do destabilizacije kretanja kapitala.

Finansijska integracija je značajna, u obliku uzajamnog posedovanja aktive (*cross-country asset holding*), za međunarodnu podelu rizika²²⁸. Države koje dele jedinstvenu valutu mogu da ublaže efekte asimetričnih šokova kroz diversifikaciju svojih izvora prihoda. To mogu da rade kroz osiguranje prihoda kada stanovnici jedne države drže prava na dividende, kamate i prihod od rente iz drugih država. Takvo osiguranje (unapred) omogućava ublažavanje i privremenih i stalnih šokova sve dok je output imperfektno korelisan. Takođe, stanovnici države mogu da prilagode svoj imovinski portfolio, na primer kao odgovor na fluktuacije prihoda, kupovinom i prodajom aktive i zaduživanjem i kreditiranjem na međunarodnim kreditnim tržištima (naknadno prilagođavanje). Zaključak iz ovog argumenta je da sličnost šokova nije strog preduslov za deljenje jedinstvene valute ako su sve države članice valutne zone finansijski integrisane i drže prava na output jedne od drugih.

Robert Mandel je objavio još jedan svoj rad 1973. godine, koji sa mnogo više optimizma gleda na koristi od monetarne unije²²⁹. Ova nova procena je zasnovana na dva argumenta²³⁰:

- monetarna unija je mnogo efikasniji način da se organizuje sistem osiguranja protiv asimetričnih šokova umesto neizvesnosti koju donosi sistem nacionalnih valuta

Odnosno, iz ranijeg argumenta sledi da novu valutu mogu da dele države koje su izložene asimetričnih šokovima, sve dok jedna drugu osiguravaju putem privatnih finansijskih tržišta. Iz tog razloga je neophodno da se ojača finansijska integracija.

Na primer, pretpostavka je da su Francuska i Nemačka izložene asimetričnom šoku koji je privremen, odnosno predstavlja posledicu nesinhronizovanosti poslovnih krugova ili sezonskih faktora. Prilikom formiranja monetarne unije između ove dve države, dolazi do automatskog protoka kapitala koji će da oslabi udar šoka na stanovnike Francuske. U monetarnoj uniji bi najverovatnije Francuski potrošači, koji znaju da je ovaj pad prihoda privremen i koji žele da održe svoj nivo potrošnje, lako pozajmljivali od nemačkih potrošača koji imaju privremeni porast prihoda, bar ako su tržišta kapitala dovoljno integrisana. U slučaju da ove dve države nisu formirale

²²⁷ Ingram, J. C., (1962), *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, Rallegeh: University of North Carolina Press.

²²⁸ McKinnon R. (2004), »Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II«, *Journal of Common Market Studies* 42 (4): 689-715.

²²⁹ Mundell, R., (1973), »Uncommon Arguments for Common Currencies«, (Madrid Conference on Optimum Currency Areas, 1970), u Johnson, H., Swoboda, A., *The Economics of Common Currencies: Proceedings*, Harvard University Press, Cambridge, Massachussets.

²³⁰ De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford. Str.: 104-106.

monetarnu uniju, takav mehanizam bi bio mnogo teži zato što bi, zbog postojanja različitih valuta i deviznog kursa koji može da varira, nemački potrošači nerado pozajmljivali francuskim potrošačima zbog postojanja rizika. Prema tome, u odsustvu monetarne unije nema jednostavnog osiguranja od privremenih asimetričnih šokova.

- u neizvesnom svetu, promene deviznih kurseva bi verovatno predstavljale izvor asimetričnih šokova umesto da predstavljaju mehanizam koji državama omogućava da se bolje prilagode asimetričnim šokovima

Promene deviznog kursa često mogu da budu posledica psiholoških faktora, što vodi ka velikoj nestalnosti koja utiče na nacionalne ekonomije.

Na osnovu ovih argumenata, monetarna unija je sagledana kao način smanjenja asimetričnih šokova i poboljšanja osiguranja protiv njih.

4) stepen ekonomske otvorenosti

To je kriterijum Ronalda Mekkinona, i glasi: države koje su vrlo otvorene za trgovinu i u velikoj meri međusobno trguju formiraju OCA²³¹.

Što je viši stepen ekonomske otvorenosti, više će promene u međunarodnim cenama direktno i indirektno da utiču na domaće cene²³². Takođe, devalvacija će da bude brže preneti na cene međunarodno utrživih dobara i trošak življenja, pa će nominalni devizni kurs da bude manje koristan instrument prilagođavanja.

Ukoliko devizni kurs ne pomaže u slučaju asimetričnog šoka, malo toga se gubi kada se on napusti. Mnoga standardna dobra (na primer, papir, električne sijalice, itd.) se proizvode u različitim državama iako su potpuno identična, i trgovinska konkurencija će osigurati da su njihove cene svuda iste, ili približne, i time u velikoj meri nezavisne od deviznog kursa. Samim tim, devizni kurs ne utiče na konkurentnost zato što konkurencija utiče na to da cene ostanu iste, pa samim tim promena deviznog kursa više ne predstavlja važan instrument prilagođavanja.

Prema tome, kada je privreda mala i vrlo otvorena za trgovinu, ona nema veliku sposobnost da menja cene sopstvenih dobara na međunarodnom tržištu, i u tom slučaju, odricanje od deviznog kursa ne donosi velike gubitke, bar kad je reč o umerenim šokovima.

5) diversifikacija proizvodnje i potrošnje

To je kriterijum Pitera Kenena, i glasi: države koje imaju visoko diversifikovanu proizvodnju i izvoz i koje imaju sličnu strukturu formiraju OCA²³³.

Visok stepen diversifikacije smanjuje potrebu za promenama uslova trgovine kroz nominalni devizni kurs usled nastanka šokova. Većina šokova za koje je verovatno da će da imaju trajne posledice povezana je sa izmenama u obrascima potrošnje, koje mogu da budu posledica izmenjenih ukusa (na primer, ako nemački potrošači piva počnu da piju vino), ili novih tehnologija koje donose nove proizvode, dok stari proizvodi zastarevaju (na primer, internet menja faks)²³⁴. Takvi šokovi se zapravo stalno dešavaju, ali se većina njih gotovo i ne primećuje izvan industrija na koje se to odnosi. Države za koje je verovatno da će da budu pogođene ozbiljnim šokovima su one koje se specijalizuju za proizvodnju uskog asortimana proizvoda. Sa druge strane,

²³¹ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 325-326.

²³² McKinnon, R., (1963), »Optimum Currency Areas«, *The American Economic Review* 53 (4): 717-725.

²³³ Kennen, P., (1969), »The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View«, u Mundell, R., Swoboda, A., *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press, Chicago, 41-60.

²³⁴ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 325.

države koje proizvode širok spektar proizvoda neće u velikoj meri da budu pogođene šokom koji se odnosi na bilo koji konkretan proizvod, zato što on ima relativno mali udeo u ukupnoj proizvodnji.

Prema tome, da bi se smanjila verovatnoća asimetričnih šokova, države članice valutne unije bi trebalo da budu dobro diversifikovane i da proizvode slična dobra, kako bi šokovi koji se odnose na specifična dobra bili simetrični ili bez velikog uticaja, čime se smanjuje potreba za čestim prilagođavanjima deviznog kursa.

6) sličnost stopa inflacije

Eksterne neravnoteže mogu da nastanu i od dugotrajnih razlika u nacionalnim stopama inflacije koje su prouzrokovane razlikama u: strukturnim razvojima, tržištu rada, ekonomskim politikama i socijalnim preferencama (kao što je averzija prema inflaciji). Ako su stope inflacije među državama niske i relativno slične, uslovi trgovine su takođe stabilni²³⁵. To vodi uravnoteženom tekućem računu i smanjenju potrebe prilagođavanja nominalnog deviznog kursa.

7) fiskalna integracija

To je kriterijum fiskalnih transfera, i glasi: države koje se slože da jedna drugoj pomažu u slučaju negativnih šokova formiraju optimalnu valutnu zonu²³⁶.

Za države uključene u nadnacionalni fiskalni sistem koji im dopušta dodeljivanje sredstava državi članici pogođenoj šokom, nisu nužna prilagođavanja nominalnog deviznog kursa.²³⁷

Na primer, država B bi trpela usled negativnog šoka koji pogađa državu A ako obe imaju istu valutu, pa bi bilo u interesu države B da pomogne da se ublaže posledice šoka. Jedna mogućnost je da država B finansijski pomogne državi A, što bi prouzrokovalo slabljenje recesije u državi A i smanjenje intenziteta ekonomskog razvoja u državi B. Rezultat tog transfera bi bio eliminisanje privremenog šoka, ili ublažavanja posledica dugotrajnog šoka putem cena. S obzirom na to da se šokovi nasumično pojavljuju, država koja jednom prilikom finansijski pomogne drugoj državi može vrlo brzo i sama da postane korisnik sredstava. Prema tome, takvi transferi predstavljaju zajedničko osiguranje od velikih troškova.

Fiskalna politika država članica treba da stabilizuje njihove ekonomije kada su pogođene šokovima²³⁸, naročito kada se suoče sa asimetričnim šokovima, kada je zajednička monetarna politika uglavnom nemoćna²³⁹. Međutim, domaća fiskalna politika možda neće moći da ispuni svoju ulogu u veoma teškim krizama koje imaju ozbiljne posledice na javne finansije. Prema tome, ključalno je da se stvori kontradiktorna fiskalna politika zajednička za države članice monetarne unije²⁴⁰.

8) politička integracija.

²³⁵ Fleming, J. M., (1971), »On Exchange Rate Unification«, *The Economic Journal* 81 (323): 467-488.

²³⁶ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 327.

²³⁷ Kennen, P., (1969), »The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View«, u Mundell, R., Swoboda, A., *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press, Chicago, 41-60.

²³⁸ Gali, J., Monacelli, T., (2005), »Optimal Fiscal Policy in a Monetary Union«, *Center for Economic Policy Research Discussion Paper* 5374.

²³⁹ Werning, I., Farhi, E., (2012), »Fiscal Unions«, *NBER Working Paper* 18280.

²⁴⁰ Caudal, N., Georges, N., Grossmann-Wirth, V., Guillaume, J., Lellouch, T., Sode A., (2013), »A Budget for the Euro Area«, *Trésor-Economics* 120: 1-12.

Politička integracija se smatra nužnim uslovom za prihvatanje zajedničke valute²⁴¹.

Politička volja podstiče poštovanje zajedničkih obaveza, održava saradnju na različitim ekonomskim politikama, i podstiče veću institucionalnu povezanost. Sličnost u političkim stavovima između partnerskih država je relevantna prilikom pretvaranja grupe država u uspešnu valutnu zonu²⁴². Za uspešnu OCA, kreatori politika treba da vrše razmenu između ciljeva²⁴³.

Sledeća dva kriterijuma uzimaju u obzir političke aspekte²⁴⁴:

- kriterijum homogenosti preferenca, koji glasi: države članice valutne unije treba da imaju širok konsenzus povodom načina na koji će šokovi da se rešavaju

Odluka o načinu rešavanja šoka predstavlja razmenu (na primer, da li bi trebalo više da se vodi računa o inflaciji ili nezaposlenosti) koja dovodi do sukoba suprotstavljenih interesa, koji se rešava ostvarivanjem uticaja političkih partija, sindikata i lobija. Odluke koje se donose nisu iste u različitim državama zato što nacionalne preference nisu neophodno identične.

Ako valutna zona država članica nema iste preference u pogledu navedenih razmena, svaka od njih će želeći da zajednička centralna banka sledi različite politike, pa samim tim šta god da centralna banka izabere neke države neće biti zadovoljne. Kolektivne preference oblikuju politički odgovor i time suštinski zavise od domaće politike, tako da nema razloga da sve države valutne zone imaju istu ravnotežu političkih snaga, ali razlike ne bi trebalo da budu prevelike.

- kriterijum solidarnosti (naspram nacionalizma), koji glasi: kada zajednička monetarna politika podstakne sukob nacionalnih interesa, države koje čine valutnu zonu moraju da prihvate troškove u ime zajedničke sudbine.

Šokovi stvaraju političke nesuglasice u vezi sa tim kakav bi odgovor bio odgovarajući. U pojedinačnim državama, obično se prihvata konačno rešenje takvih rasprava po cenu zajedničkog života, zato što su građani iste države spremni da usvoje određeni stepen solidarnosti jedni prema drugima. Kada različite države razmatraju formiranje valutne zone, one moraju da shvate da će biti trenutaka kada će postojati nesuglasice i kada će argumentacija da prati nacionalne interese, naročito ako su šokovi asimetrični ili proizvode asimetrične efekte. Prema tome, ljudi koji formiraju valutnu uniju moraju da prihvate da će živeti zajedno i moraju da prošire svoj osećaj solidarnosti na prostor čitave unije, odnosno moraju da imaju svest o zajedničkoj sudbini koja će biti jača od nacionalističkih tendencija koje bi u suprotnom zahtevale beskompromisnu reakciju.

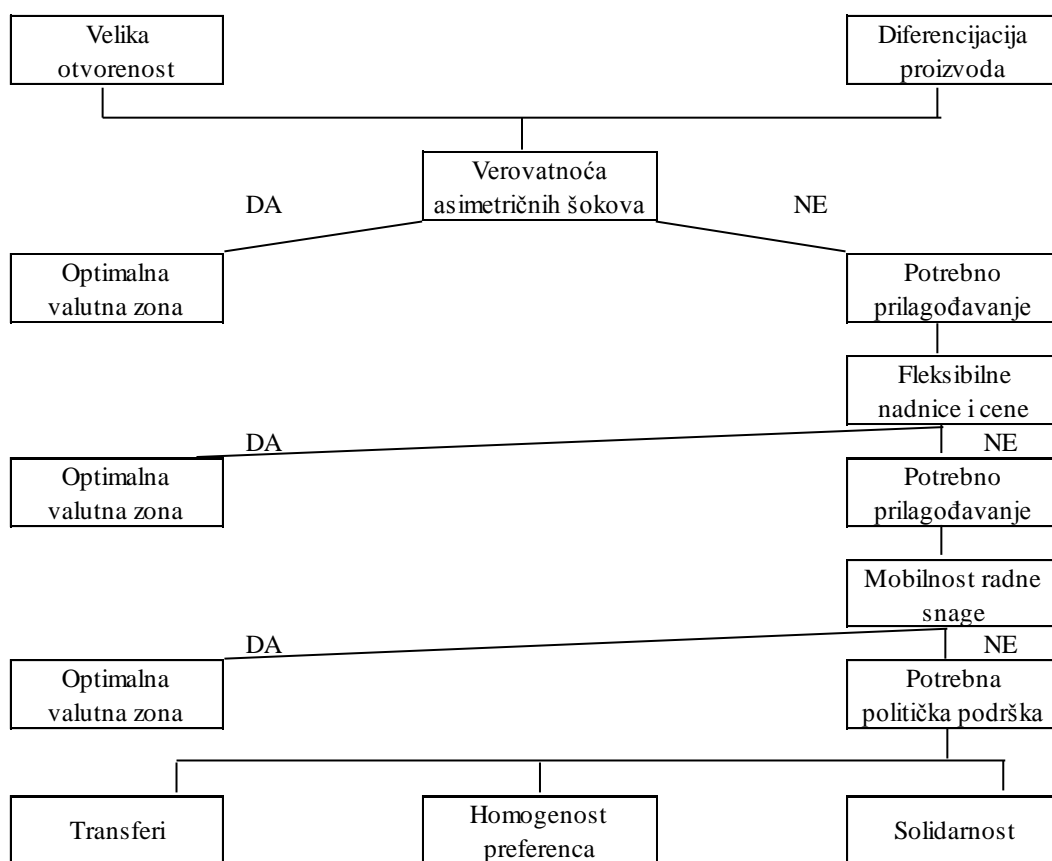
Logika teorije OCA je sumirana na sledećem grafikonu.

²⁴¹ Mintz, N.N. (1970), *Monetary Union and Economic Integration*, New York University Press, New York.

²⁴² Haberler, G., (1970), »The International Monetary System: Some Recent Developments and Discussions in Approaches to Greater Flexibility«, u Halm, G., *Exchange Rates*, Princeton University Press: 115-123.

²⁴³ Tower, E., Willet, T., (1976), »The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility«, *International Finance Section 11*, Princeton University.

²⁴⁴ Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 327.



Grafikon 41: Logika teorije optimalne valutne zone

Izvor: Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 346.

Vezano uz ključne kriterijume za formiranje monetarne unije postoje dva suprotna stajališta²⁴⁵:

1) hipoteza o specijalizaciji

Ona vuče korene iz teorije spoljne trgovine i reflektuje ranije spomenut Krugmanov stav: kako države postaju više integrisane i njihova recipročna otvorenost raste, doći će do rasta i specijalizacije u proizvodnji onih dobara i usluga u kojima određena država ima komparativne prednosti. To će dovesti do toga da će članice unije biti manje diversifikovane i ranjivije na šokove ponude.

2) hipoteza o endogenosti OCA

Ona tvrdi kako postoji pozitivna veza između korelacije dohotka i trgovinske integracije. Glavni argument je da monetarna integracija smanjuje trgovinske troškove zbog eliminacije troškova od volatilnosti deviznog kursa. Uvođenje zajedničke valute uklanja mogućnost budućih kompetitivnih devalvacija, podstiče strane direktne investicije i građenje dugoročnih veza, čak i političkih. To povećava i podstiče recipročnu trgovinu, ekonomsku i finansijsku integraciju i sinhronizaciju poslovnih

²⁴⁵ Bilas, V., (2005), »Teorija optimalnog valutnog područja: euro i europska monetarna unija«, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* 3. Str.: 47.

ciklusa među tim državama.

Džefri Frankel i Endru Rouz su došli na ideju da su kriterijumi OCA endogeni²⁴⁶. Pod tim se podrazumeva da na ove kriterijume utiče sama odluka da se formira monetarna unija. Prema tome, države koje pre formiranja unije ne ispunjavaju kriterijume OCA, samom činjenicom da su formirale monetarnu uniju mogu da promene ekonomske uslove na takav način da ti uslovi budu ispunjeni. Kao rezultat toga, odluka o formiranju monetarne unije ima svojstvo samoispunjenja. Formiranjem monetarne unije, uslovi koji su povoljniji za monetarnu uniju bivaju ispunjeni, i samim tim čine donošenje odluke o formiranju monetarne unije ispravnim. S druge strane, odluka da se ne formira unija kada uslovi nisu ispunjeni pomaže da se održe nepovoljni uslovi, tako da ispada da je negativna odluka bila ispravna. Postoje različiti mehanizmi koji mogu da učine da kriterijumi OCA budu endogeni. Kao prvo, monetarna unija može da utiče na trgovinske tokove i pojača trgovinsku integraciju, čime se povećava korist od monetarne unije. Kao drugo, monetarna integracija dovodi do intenzivnije finansijske integracije i na taj način doprinosi razvoju mehanizama osiguranja, što smanjuje troškove asimetričnih šokova. Kao treće, monetarna unija utiče na funkcionisanje tržišta rada i potencijalno može da poveća njihovu fleksibilnost, čime se smanjuju troškovi prilagođavanja asimetričnim šokovima u monetarnoj uniji.

7.2. EVROZONA KAO OPTIMALNA VALUTNA ZONA

U sledećoj tabeli su sumirani kriterijumi OCA i prikazano je da li ih evrozona ispunjava.

Tabela 14: Ispunjenost kriterijuma optimalne valutne zone

Kriterijum	Da li je kriterijum ispunjen
Fleksibilnost cena i nadnica	Ne
Mobilnost radne snage	Ne
Integracija finansijskog tržišta	Da
Otvorenost trgovine	Da
Diversifikacija proizvodnje i potrošnje	Da
Sličnost stopa inflacije	Da
Fiskalna integracija	Ne
Politička integracija	Ne

Iz tabele se vidi da je samo pola kriterijuma ispunjeno, pa u skladu sa tim može da se zaključi da evrozona nije OCA, niti je to bila od svog nastanka. U ispunjene kriterijume spadaju: visok stepen otvorenosti trgovine i diversifikacije proizvodnje i potrošnje, slične (niske) stope inflacije i integracija finansijskog tržišta koja je u porastu. Međutim, istovremeno je prisutna umerena fleksibilnost (rigidnost) cena i nadnica i slaba mobilnost radne snage, a u najznačajnije kriterijume koji nisu ispunjeni spadaju politička integracija i zajednička fiskalna politika.

²⁴⁶ Frankel, J.A., Rose, A. K., (1998), »The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria«, *The Economic Journal* 108 (449): 1009-1025.

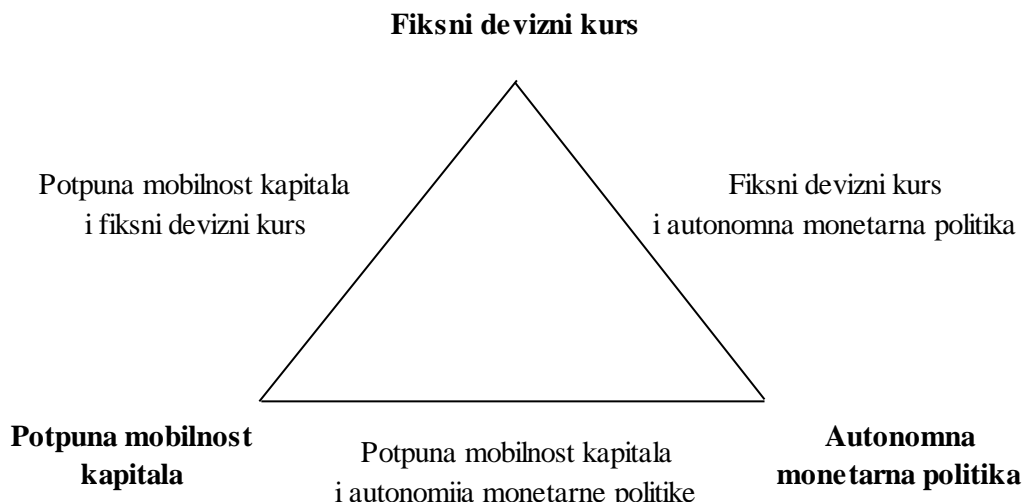
Već 1999. godine je bilo očigledno da samo za države jezgra evrozona može da se smatra da su blizu ispunjavanja kriterijuma OCA. Uključivanje perifernih država je u velikoj meri povećalo pravo odstupanje (odnosno stepen diferencijacije stopa rasta output-a i zaposlenosti prilikom asimetričnog šoka), što zahteva veliku i malo verovatnu fleksibilnost tržišta rada (stepen fleksibilnosti nadnica i stepen mobilnosti radne snage).

Evropski predsednici država i vlada koji su se okupili u Mاستrihtu su i pored toga odlučili da preuzmu rizik uspostavljanja monetarne unije, zato što su politička razmatranja bila najvažnija za odluku o uvođenju evra. Politički lideri koji su se usaglasili oko monetarne unije uopšte nisu uzimali u obzir teoriju OCA. Oni su na prvom mestu vodili računa o principu nemogućeg trojstva, usmeravajući se na potrebu da se sačuva stabilnost deviznog kursa uoči potpune liberalizacije kretanja kapitala. Takođe, vodili su računa da ta valuta treba da bude snažna kao nemačka marka, odakle potiču strogi kriterijumi za ulazak u monetarnu uniju. Sve u svemu, verovali su da će sistem funkcionisati, ukoliko su države kojima je dozvoljen ulazak u monetarnu uniju uspešno ispunile kriterijume konvergencije i ako je nova centralna banka dovoljno zaštićena od političkog uplitanja. To stanovište je bilo suprotno mišljenju mnogih ekonomista da su kriterijumi OCA važniji i da bi pažnja trebalo da bude posvećena problemima do kojih će neizbežno da dođe zato što nisu ispunjeni.

Princip nemogućeg trojstva (*Impossible Trinity*) je logika prema kojoj simultano ostvarenje tri željena cilja nije moguće, odnosno od realizacije jednog cilja mora da se odustane kako bi preostala dva cilja mogla uspešno da se ostvare. Prema tome, država može istovremeno da realizuje samo dva od tri sledeća obeležja:

- 1) potpunu mobilnost kapitala
- 2) autonomnu monetarnu politiku
- 3) fiksne devizne kurseve.

Ovaj princip je na sledećem grafikonu predstavljen u vidu trougla. Svaki ugao odgovara jednom od tri obeležja i svaka strana predstavlja izvodljivu kombinaciju.



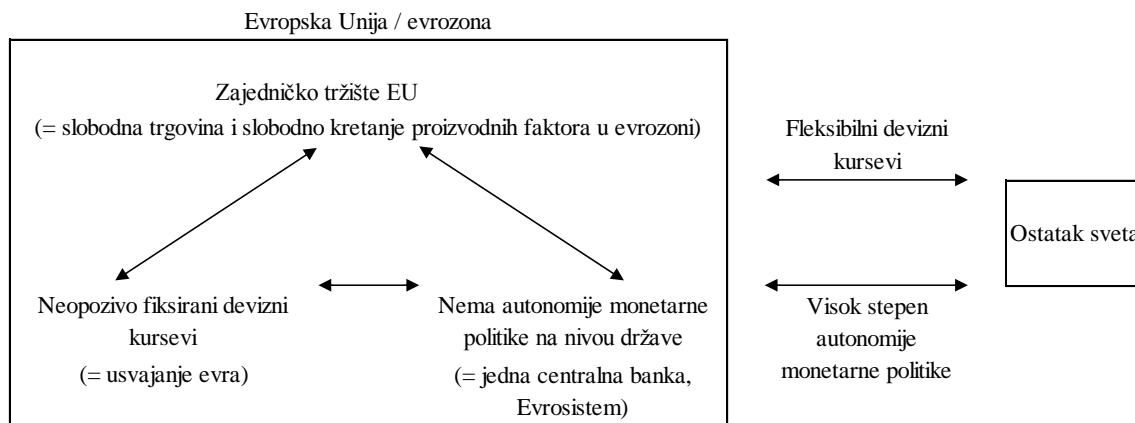
Grafikon 42: Princip nemogućeg trojstva

Izvor: Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 290.

Evrozona je bazirana na principu nemogućeg trojstva, odnosno Mundell – Fleming-ovoj trilemi. Mundel-Fleming-ov model je u suštini IS-LM model male otvorene privrede. U njemu se uspostavlja odnos između dohotka i kamatne stope uz dati nivo cena. Mundell-Fleming-ov model je dodatno doprineo obogaćivanju znanja vezanom za izbor režima deviznog kursa i princip nemogućeg trojstva ili trileme. Prema ovom modelu proizlazi da su kreatori ekonomske politike suočeni sa dva principijelna izbora²⁴⁷:

- 1) da izaberu efektivne instrumente ekonomske politike pri datom stepenu finansijske integracije i režimu deviznog kursa
- 2) da pod određenim preferencama prema instrumentima ekonomske politike izaberu stepen finansijske integracije i režim deviznog kursa.

Evropski način za rešavanje principa nemogućeg trojstva je podrazumevao dugotrajan proces koji je tokom poslednjih pedeset godina doveo do zajedničkog tržišta EU, neopozivo fiksiranih deviznih kurseva za države članice evrozona, a samim tim i činjenice da nema autonomije monetarne politike na nacionalnom nivou za države koje su usvojile evro, kao što je prikazano na sledećem grafikonu. Istovremeno, devizni kursevi država članica evrozona mogu da fluktuiraju u odnosu na ostatak sveta.



Grafikon 43: Evropski način rešavanja principa nemogućeg trojstva

Izvor: Mongelli, F. P., (2008), »European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory«, Economic Papers 302, www.ecb.europa.eu. Str.: 13.

U vreme potpisivanja Ugovora iz Maastrichta ekonomisti su još uvek razmatrali prednosti i nedostatke monetarne unije²⁴⁸. Razlog je taj što su u tom trenutku postojale dve aktuelne teorije, sa veoma različitim implikacijama politike: Mandel I (tradicionalna teorija OCA iz šezdesetih godina XX veka, čiji su kreatori Mandel (1961. godina), McKinnon (1963. godina), i Kenen (1969. godina)) i Mandel II (rad koji je Mandel objavio 1973. godine). Teorija Mandel I je dala osnov za širok skepticizam o poželjnosti monetarne unije u Evropi, dok je teorija Mandel II korišćena od strane zagovornika monetarne unije. U momentu potpisivanja Ugovora iz Maastrichta većina

²⁴⁷ Grubišić, Z., (2005), »Sistem i politika deviznog kursa danas u svetu«, *Ekonomski anali* 50 (165): 55-80, Ekonomski fakultet. Str.: 71.

²⁴⁸ De Grauwe, P., (2006), »What have We learnt about Monetary Intergation since the Maastricht Treaty«, *Journal of Common Market Studies* 44 (4): 711-730. Str.: 717.

ekonomista je bila za teoriju Mandel I i skepticizam o perspektivama monetarne unije je bio široko rasprostranjen. Na kraju je ipak prevladala teorija Mandel II. Sledi objašnjenje razloga zbog kojih se to dogodilo.

Kao prvo, došlo je do kolapsa EMS u 1993. godini. To je jasno ukazalo na činjenicu da su u svetu slobodnog kretanja kapitala fiksni devizni kursevi bili neodrživi sve dok su centralne banke zadržavale svoje vlastite autonomne monetarne politike. EMS kriza je uverila mnoge ekonomiste iz kontinentalne Evrope da moraju da se odluče za jedno od dva „ugaona rešenja“ u režimima deviznog kursa, odnosno potpunu fleksibilnost deviznog kursa ili monetarnu uniju. Mnogi su odlučili da je kreiranje monetarne unije bolji izbor, odnosno Mandel II teorija je trijumfovala na evropskom kontinentu.

Takođe, postojao je i efekat intelektualne revolucije koja je otpočela u sedamdesetim godinama u akademskom okruženju i koja je dostigla političko okruženje tokom osamdesetih godina XX veka. To je bio monetarizam. Mandel I je u suštini Kejnzijanska teorija, koja naglašava da kada postoji rigidnost cena i nadnica, monetarne politike, uključujući i politiku deviznog kursa, mogu efikasno da se primenjuju u cilju stabilizacije ekonomije. Za razliku od toga, monetarizam naglašava da monetarna politika aktivista postaje izvor nestabilnosti i da centralne banke treba da se fokusiraju na svoju osnovnu delatnost koja podrazumeva održavanje stabilnosti cena. Logična posledica monetarizma je mišljenje da centralne banke ne gube sposobnost da stabilizuju svoje nacionalne ekonomije pri ulasku u monetarnu uniju, zato što nisu ni imale to svojstvo. Mišljenje monetarista (i Mandel II teorija je bila posledica monetarizma) je da su troškovi monetarne unije mali.

Ovi događaji pružaju objašnjenje zašto je EMU postala moguća na evropskom kontinentu. Međutim, jedan od paradoksa je činjenica da je Mandel II teorija, koja objašnjava uspešan početak evrozona, bila gurnuta u stranu i u velikoj meri bila zaboravljena, dok je Mandel I analiza ponovo dobila na značaju. Ovo je već očigledno u velikom broju država koje su nedavno pretrpele velike gubitke konkurentnosti (asimetrični šok).

Posledica hipoteze o endogenosti OCA za EMU je da evrozona može, tokom vremena, da se pretvori u OCA, iako nije bila OCA pre. Pretpostavka je da čak iako države članice evrozona još uvek ne zadovoljavaju kriterijume OCA, hoće u budućnosti, zato što monetarna unija pokreće proces intenzivnije integracije. Ova teorija sugerise da je moguće da se evrozona bezbedno kreće u pravcu OCA, što je posledica same činjenice da je formirana evrozona.

Početni dizajn evrozona je imao nedostatke i bio je nedovršen, zato što je analitički okvir na kom je zasnovan, teorija OCA, imao greške i bio nepotpun. Teorija OCA je ostala uticajna tokom prethodnih pedeset godina²⁴⁹. Međutim, pošto je teorija kreirana sredinom XX veka, bila je nepotpuna i neodgovarajuća u važnim aspektima, kada je reč o okolnostima u Evropi na početku XXI veka. S obzirom na to je razvijena kako bi objasnila nesmetano funkcionisanje monetarne unije u okviru postojećih federacija kao što su SAD i Kanada, teorija takođe nije uzimala u obzir političke preduslove za nesmetano funkcionisanje EMU.

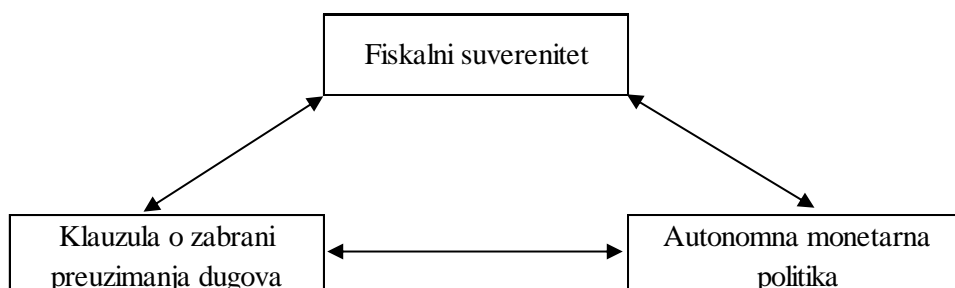
Princip nemogućeg trojstva je nekoliko puta „redizajniran“²⁵⁰. U

²⁴⁹ Eichengreen, B., (2014), »The Eurozone Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back«, *Notenstein Academy White Paper Series*. Str.: 3.

²⁵⁰ Issing, O., (2006), »Europe's Hard Fix: The Euro Area«, speech in Vienna 24 February 2006«, <https://www.ecb-europa.eu>.

„modernizovanom“ modelu simultano mogu da se ostvare samo dva od nova tri cilja²⁵¹:

- 1) nacionalni fiskalni suverenitet
- 2) autonomna monetarna politika
- 3) klauzula o zabrani preuzimanja dugova.



Grafikon 44: Nov princip nemogućeg trojstva u monetarnoj uniji

Izvor: Beck, H., Prinz, A., (2012), »The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity«, *Intereconomics* 47 (1): 39-43. Str.: 40.

Nov princip nemogućeg trojstva je ukazao na činjenicu da je najveća greška u konstrukciji EMU bilo zadržavanje nacionalnog fiskalnog suvereniteta, zato što je u njegovom prisustvu prosto nemoguće da se striktno sprovede klauzula o zabrani preuzimanja dugova i istovremeno zadrži fiskalno autonomna monetarna politika. Kriza je upravo i dokazala da će se pokušaji da se sva tri navedena cilja istovremeno ostvare završiti neuspešno, i da bi EMU opstala neophodno je da se odustane od jednog od njih.

7.3. TEORIJA OPTIMALNE VALUTNE ZONE I KRIZA U EVROZONI

Sledeće pouke iz krize u evrozoni nisu bile predviđene od strane kreatora teorije OCA za nesmetan rad EMU²⁵²:

- asimetrični šokovi su svojstveni monetarnoj uniji

Teorija OCA je podrazumevala simetriju ili asimetriju agregatnih poremećaja širom država ili regiona koji potencijalno učestvuju u monetarnoj uniji. Odnosno, smatrala je da je obrazac poremećaja egzogeni kriterijum za usmeravanje odluke o tome da li da se formira monetarna unija i, ako je ta odluka bila pozitivna, to je bio vodič za konture monetarne unije.

Postojao je značajan izuzetak od ovog pravila egzogenosti. U državama na periferiji evrozone je došlo do porasta u potrošnji (vezanoj za građevinarstvo, prodaju, i državu), zato što se trošak zaduživanja za domaćinstva, preduzeća i vlade smanjio. Njihov porast potrošnje je bio finansiran velikim kapitalnim prilivima iz država jezgra EMU ka periferiji, a oni su se odrazili u jednako velikim deficitima tekućih računa za periferiju evrozone i suficitima za jezgro. Kada su nastale sumnje u 2009.-2010. godini

²⁵¹ Beck, H., Prinz, A., (2012), »The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity«, *Intereconomics* 47 (1): 39-43. Str.: 40.

²⁵² Eichengreen, B., (2014), »The Eurozone Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back«, *Notenstein Academy White Paper Series*.

o održivosti procesa, došlo je do naglog zaustavljanja tih kapitalnih tokova, što je prouzrokovalo destabilizirajući asimetrični šok. Jasna implikacija je da je taj asimetrični šok bio svojstven funkcionisanju monetarne unije. U osnovi je povezan sa efektima monetarnog ujedinjenja na realne kamatne stope.

- monetarna unija bez bankarske unije neće funkcionisati

Teorija OCA je zanemarila ulogu banaka i kapitalnih tokova u generisanju asimetričnih šokova, i previdela je značaj bankarske unije koja bi trebalo da prati monetarnu uniju, i potrebe za multilateralnim procesom nadzora koji se fokusira ne samo na budžetski deficit, već i na poraste kredita, kapitalne tokove i neravnoteže na tekućem računu. To je bio slučaj zato što su bankarski sistemi u pedesetim i šezdesetim godinama XX veka bili i dalje čvrsto regulisani i ograničeni u svom radu (prekogrančno zaduživanje i kreditiranje je bilo strogo ograničeno).

Banke su značajne za prekogranične tokove kapitala u evrozoni. Nadzor i regulacija u jednoj državi koji nesrazmerno uzimaju u obzir prekogranične implikacije politika pozajmljivanja domaćih banaka mogu da imaju destabilizirajuće posledice za države susede.

Slično tome, nedostatak mehanizma za redovno razrešenje dužnosti nesolventnih banaka ostavlja samo spasavanje kao alternativu. Ovo podstiče moralni hazard, ostavlja problematične banke bez dovoljno kapitala, ugrožava solventnost suverenih država odgovornih za dokapitalizaciju, i povećava spektar zombi banaka i preduzeća.

Ovi problemi su rasprostranjeni u finansijski globalizovanom svetu, ali oni posebno prožimaju monetarnu uniju sa jedinstvenim finansijskim tržištem, gde ne postoji ni devizni rizik, niti značajne zakonske prepreke za prekogranične tokove kapitala posredstvom banaka.

- normalnoj monetarnoj uniji je potrebna normalna centralna banka

Teorija OCA je izostavila da napomene da je potrebno da centralna banka u monetarnoj uniji obavlja funkciju zajmodavca u krajnjoj instanci ili o potrebi da pruži podršku tržištima obveznica i finansijskim tržištima pojedinih država članica. Ovo je stvorilo napetost koja nastavlja da prožima ECB i danas. To je bio slučaj, zato što su ozbiljne krize suverenog duga i bankarske krize poput onih iz tridesetih godina XX veka bile samo daleka uspomena za kreatore teorije OCA.

- mobilnost radne snage u monetarnoj uniji donosi i prednosti i nedostatke

Teorija OCA nije spominjala selektivnu emigraciju najkvalifikovanijih radnika iz država članica monetarne unije koje su pretrpele negativne šokove, s obzirom na to da izuzetno snažni i dugotrajni šokovi slični onima koje su pretrpele države članice na periferiji evrozone počev od 2010. godine, koji mogu da prouzrokuju ozbiljan odliv mozgova, nisu bili predviđeni od strane kreatora teorije.

Mogućnost za nastanak ozbiljnog globalnog šoka, kao što je onaj koji je nastao u Evropi nakon 2008. godine, nije bila uzeta u obzir od strane kreatora OCA kada su isticali prednosti koje donosi mobilnost radne snage. Takođe, nisu ni predvideli kolaps cena nekretnina u kriznim ekonomijama.

- fiskalna stabilizacija može da se obezbedi na nacionalnom nivou samo ako se ukloni preostali dug

U evropskom kontekstu, argument za kontracikličnom (Kejnzijanskom) fiskalnom politikom nije univerzalno prihvaćen - ideja da vlade treba da imaju suficite u doba procvata i deficite u doba kriza. To nije jednostavno, zato što postoji nedostatak poverenja da se vladama može verovati da će da primene svoje fiskalne instrumente na poželjan način. Takođe nije jednostavno, zato što nasleđeni preostali dug ograničava

fiskalni prostor za manevrisanje vlada.

- evrozoni je potreban mehanizam za restrukturiranje neodrživih dugova

Tvorci teorije OCA nisu mogli da pretpostave da će države članice monetarne unije da budu opterećene dugovima u visini onih koji trenutno postoje u Evropi, zato što dugovi tadašnjih članica monetarne unije (država u SAD i kanadskih provincija) nisu bili ni približne visine. Prema tome, oni, kao i evropski kreatori politike koji su usvojili njihovu tačku gledišta, nisu predložili da mehanizam za restrukturiranje neodrživih dugova bude sastavni deo konstrukcije monetarne unije.

Automatski fiskalni stabilizatori mogu da obezbede bolje osiguranje protiv asimetričnih šokova u monetarnoj uniji, ali samo ako su uklonjeni preostali dugovi koji ometaju njihovo funkcionisanje. Ovo je globalni problem, ali je posebno istaknut problem u evrozoni, gde postoji neobično veliki prostor za prenošenje, i države članice imaju u ponudi manji izbor drugih mehanizama za rešavanje dužničke krize, a postojanje ESM omogućava alternativu spasavanja.

- monetarna unija je manje-više zauvek.

Teorija OCA nije spomenula reverzibilnost monetarne unije, s obzirom na to da ideja da članica monetarne unije u SAD ili Kanadi može da je napusti nije bila deo rasprave šezdesetih godina XX veka.

Od kada je izbila kriza evrozone, bilo je mnogo prognoza vezanih za izlazak problematičnih država članica iz monetarne unije, od kojih se nijedna nije obistinila. Postojali su i predlozi o privremenom napuštanju evrozone onih država kojima je teško da povrate rast i konkurentnost, koji takođe nisu preduzeti od strane kreatora politike²⁵³. Prema tome, glavni zaključak iz krize je da je monetarna unija zauvek.

Iako je prilagođavanje u okviru evrozone teško i skupo, prilagođavanje kroz izlaz iz evrozone bi bilo još komplikovanije i skuplje. Ideja da država može privremeno da obustavi svoje članstvo u evrozoni i da se prilagodi depresijacijom svoje ponovo uvedene nacionalne valute je zasnovana na sličnosti sa klasičnim zlatnim standardom, kada su se države koje su privremeno obustavile zlatnu konvertibilnost obavezale da će da se vrate na prethodni paritet²⁵⁴. Nasuprot tome, države članice evrozone se ne bi obavezale da će da se vrate na ranije stope konverzije između nacionalne valute i evra. Naprotiv, neki zagovornici ideje o privremenom izlasku iz unije su predložili upravo suprotno, odnosno povratak po depresiranoj stopi. Prema tome, to bi prouzrokovalo još intenzivniju krizu. Tako da može da se zaključi da bi rasturanje evrozone bilo još skuplje nego pokušaj njenog očuvanja. Samim tim, stiče se utisak da je članstvo u EMU nepovratno.

Pored navedenog, teorija OCA nije spomenula ni da će možda biti potreban viši stepen političke integracije za fiskalnu integraciju, odnosno da li će ograničena fiskalna integracija koja je usaglašena sa ograničenom političkom integracijom da bude dovoljna da podrži nesmetano funkcionisanje EMU.

Na sledećem grafikonu je dat uopšten prikaz klasične i/ili endogene teorije OCA, i objašnjene su posledice dva glavna, delimično međusobno povezana, uzroka krize u evrozoni, u koje spadaju²⁵⁵:

²⁵³ Feldstein, M., (2010), »Let Greece Take a Eurozone 'Holiday'«, Financial Times, <http://www.ft.com/cms/s/0/72214942-1b30-11df-953f-00144feab49a.html>.

²⁵⁴ Bordo, M. D., Kydland, F. E., (1995), »The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration«, Explorations in Economic History 32: 423-464. Str.: 424.

²⁵⁵ Breuss, F., (2011), »Downsizing the Eurozone into an OCA or Entry into a Fiscal Transfer Union«, CESifo Forum 4/2011: 5-12. Str.: 7.

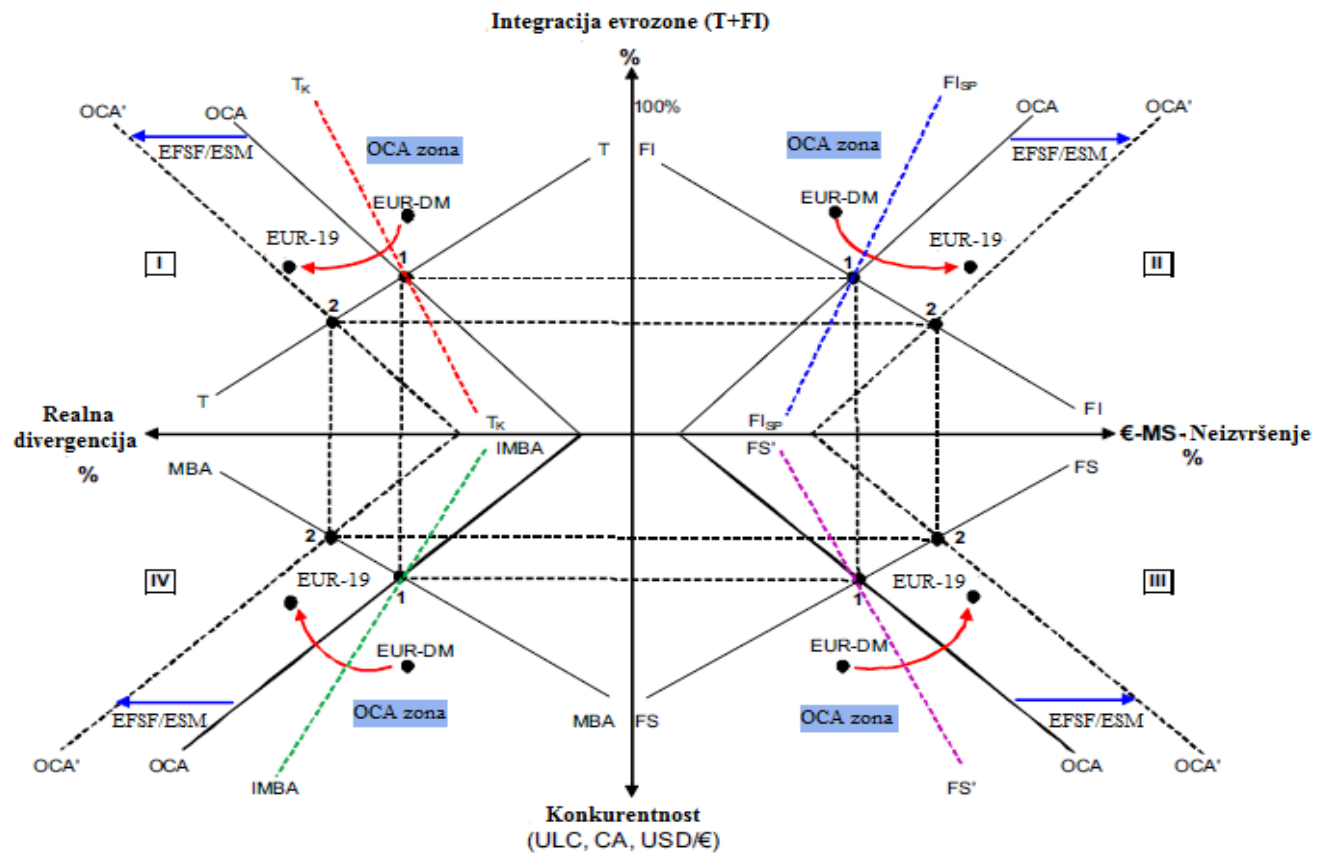
1) divergentna konkurentnost

Konkurentnost, koja se meri relativnim jediničnim troškovima rada (*Unit Labour Costs - ULC*) država članica evrozone u odnosu na prosek evrozone, se kretala u različitim pravcima u poslednjoj deceniji. U Nemačkoj i Austriji se stalno poboljšavala konkurentnost država od početka funkcionisanja EMU, dok se u državama na periferiji, odnosno državama GIIPS, pogoršala.

2) zaduženost

Javni dug je dramatično porastao u državama GIIPS, naročito u Grčkoj. Kada države premaše merilo održivosti sredova novoizdatih državnih obveznica (nakon čega sledi smanjenje rejtinga od strane agencija za kreditni rejting), u opasnosti su od potencijalnog neizvršenja. U tom slučaju, samo mehanizmi spasavanja partnera iz evrozone mogu da omoguće da se izbegne neizvršenje.

Uopšteni prikaz OCA na sledećem grafikonu se sastoji od četiri kvadranta sa međusobno povezanim statusima integracije u OCA i njegovim odstupanjima zbog šokova usled krize u evrozoni. Kombinacija brojeva 1 u četiri kvadranta definiše ravnotežu OCA. Kombinacija brojeva 2 opisuje situaciju u trenutnoj politički stvorenoj evrozoni koja može da se održi samo ako formira uniju sa fiskalnim transferom (*Fiscal Transfer Union*). U sva četiri kvadranta su navedena i dva moguća scenarija, u vidu optimističnog i pesimističnog mišljenja o EMU.



Grafikon 45: Evrozona - od optimalne valutne zone do unije sa fiskalnim transferom

Izvor: Breuss, F., (2011), »Downsizing the Eurozone into an OCA or Entry into a Fiscal Transfer Union«, *CESifo Forum* 4/2011: 5-12. Str.: 8.

1) kvadrant I (gornji levi)

On predstavlja odnos između realne divergencije (ili, rastućeg neuspeha da se formira Evropski poslovni ciklus (*European Business Cycle – EBC*), zato što ekonomije država članica evrozona postaju sve više heterogene) i trgovinske integracije (T) u evrozoni²⁵⁶.

- optimistično mišljenje Evropske komisije o EMU

Postoji opadajuća linija (TT) zato što prilikom povećanja trgovinske integracije (T), dolazi do smanjenja stepena ekonomske divergencije između država članica evrozona. Rastuća linija (OCA) pokazuje da veća divergencija utiče na to da EMU bude skuplja (ili da troškovi budu veći od koristi). Veća trgovinska integracija smanjuje ove troškove. Prema tome, povećanje realne divergencije mora da bude kompenzovano većom trgovinskom integracijom, kako bi koristi bile veće od troškova EMU. Tačke na OCA liniji su kombinacije divergencije i integracije za koje EMU ostvaruje neto dobitak. U gornjem delu kvadranta I se nalaze države koje bi, u ekonomskom smislu, bile opravdani kandidati za EMU (OCA zona).

U retrospektivi, samo mala grupa država bi pripadala OCA zoni, ali je EU, iz političkih razloga, stvorila veliku EMU umesto ekonomski održivu OCA. Mala OCA bi sadržala države koje su pripadale bivšem DM bloku (EUR-DM: Austriju, Belgiju, Francusku, Nemačku, Luksemburg i Holandiju) i na kraju i Finsku. U svakom slučaju, sadašnji sastav evrozona sa 19 država članica (EUR-19) ne čini OCA. Mnoge države članice politički formirane EMU nisu bile u stanju da se prilagode novoj situaciji postojanja jedinstvene valute povećanjem svojih relativnih jediničnih troškova rada (ULC). One nisu mogle da nadoknade gubitak instrumenta za depresijaciju valute, koji je ranije često korišćen za poboljšanje konkurentnosti.

Iz tog razloga se EUR-19 nalazi izvan OCA zone. Prognoze urađene prema endogenoj teoriji OCA su bile pogrešne, što se vidi iz performanse evrozona tokom poslednje decenije. Nisu ispunjena nadanja da bi članstvo u evrozoni i obećanje da će se povećati trgovina u okviru evrozona automatski doveli do manje heterogenosti i time do neophodnog EBC.

- Krugmanovo pesimistično mišljenje o EMU moglo je da dominira nedavnom performansom EMU.

Ovo mišljenje je predstavljeno rastućom TK linijom. Prema Krugmanu (na osnovu iskustva iz nekih regiona SAD), veća trgovinska integracija može da dovede do veće specijalizacije i samim tim da se poveća uklanjanje država iz OCA zone. Pored nedostatka prilagođavanja, ovaj argument bi mogao da objasni divergentnu konkurentnost u evrozoni.

2) kvadrant II (gornji desni)

On predstavlja odnos između potencijalnog neizvršenja od strane država članica evrozona (€-MS neizvršenje) i finansijske integracije (FI) u evrozoni. Ovaj kvadrant predstavlja drugi uzrok krize evrozona²⁵⁷.

- optimistično mišljenje o EMU

Linija (FI) je opadajuća, zato što, sa povećanjem integracije finansijskih tržišta (FI), se smanjuje verovatnoća neizvršenja država članica evrozona. Rastuća linija (OCA) pokazuje da što se više država članica evrozona približava neizvršenju, troškovi

²⁵⁶ Breuss, F., (2011), »Downsizing the Eurozone into an OCA or Entry into a Fiscal Transfer Union«, *CEifo Forum* 4/2011: 5-12. Str.: 8.

²⁵⁷ Breuss, F., (2011), »Downsizing the Eurozone into an OCA or Entry into a Fiscal Transfer Union«, *CEifo Forum* 4/2011: 5-12. Str.: 9.

EMU su veći od koristi. Povećanje broja država članica evrozone kod kojih je došlo do suverenog neizvršenja mora da se kompenzuje povećanjem finansijske integracije. U gornjem delu kvadranta II se nalaze države koje bi, u finansijskom i fiskalnom smislu, bile opravdani kandidati za EMU (OCA zona). Bivše države članice DM bloka (EUR-DM) bi pripadale ovoj zoni, dok se sadašnja EUR-19 grupa nalazi van OCA zone. Jedan od razloga može biti da su niske kamatne stope nakon ulaska u EMU dovele do pogrešne alokacije sredstava i do potrošnje finansirane dugom u privatnom i javnom sektoru. Zbog slabe kontrole od strane institucija EU, a samim tim i nepoštovanja pravila SGP, neke države članice evrozone su akumulirale dug u odnosu na BDP daleko iznad nivoa održivosti.

- interpretacija krize kroz pesimistično mišljenje o EMU.

U periodu nakon recesije iz 2009. godine i nakon proglašenja da je Grčka lažirala svoje fiskalne statističke podatke (po drugi put), spred državnih obveznica je eskalirao, i istovremeno je grčkim obveznicama snižen rejting od strane rejting agencija. Proces je počeo sa Grčkom i bio je praćen od strane drugih država GIIPS. Dok su tokom povoljnog perioda EMU (od 1999. do 2007. godine) državne obveznice svih država članica imale spredove blizu nule, počeli su da se razilaze u 2008. godini, što ukazuje na različite rizike neizvršenja. Pre početka EMU, spredovi država GIIPS su se takođe znatno razilazili, uglavnom zbog rizika deviznog kursa. Stanje slabo integrisanog finansijskog tržišta (naročito vezano za državne obveznice) je predstavljeno rastućom FISP linijom. Tokom povoljnog perioda EMU, banke su finansirale budžetske deficite država članica evrozone pod izgovorom da će sve državne obveznice da imaju isti rizik. Ove aktivnosti finansiranja su učvršćene činjenicom da prema Bazel II (i takođe prema Bazel III) pravilima, državne obveznice ne smeju da budu obezbeđene kapitalom prvog reda (*Core Tier 1 Capital*).

Kriza evrozone je ukazala na činjenicu da sadašnji sastav EUR-19 grupe (barem ekonomski) nije OCA. Da bi se ova situacija rešila postoje dve opcije: ponovno kreiranje evrozone, odnosno da neke od problematičnih država privremeno napuste evrozonu, ili da se kreira unija sa fiskalnim transferom. U prvom slučaju, članovi evrozone bi ponovo uveli svoje nacionalne valute i unapredili svoju konkurentnost depresijacijom. Nakon reformisanja svoje ekonomije i smanjenja svog javnog duga, one bi mogle ponovo da se pridruže EMU. U drugom slučaju, EUR-19 zona bi postala stalna unija sa fiskalnim transferom, koja nije bila namenjena Ugovorom iz Mاستrihta, što je dokazano klauzulom da nema spasavanja u članu 125. Ugovora o funkcionisanju EU. Nekoliko planova za spasavanje Grčke (kao i za Irsku i Portugaliju) ukazuje da je politički najverovatniji ishod unija sa fiskalnim transferom. Na grafikonu, akcije spasavanja država članica evrozone preko Evropskog fonda za finansijsku stabilnost (*European Financial Stability Facility - EFSF*) / ESM bi pomerile OCA liniju na levo (u kvadrantu I) i na desno (u kvadrantu II) ka novoj OCA' liniji. Ako bi to bila politička namera, sadašnja EUR-19 grupa bi takođe spadala u OCA zonu.

3) kvadrant III (donji desni)

On predstavlja odnos između potencijalnog neizvršenja od strane država članica evrozone (€-MS neizvršenje) i konkurentnosti. Poboljšanje konkurentnosti može da se ostvari smanjenjem relativnih jediničnih troškova rada (ULC) i samim tim poboljšanjem tekućeg računa (*Current Account - CA*) i/ili depresijacijom evra u odnosu na američki dolar ili druge valute²⁵⁸.

²⁵⁸ Breuss, F., (2011), »Downsizing the Eurozone into an OCA or Entry into a Fiscal Transfer Union«, *CEsifo Forum* 4/2011: 5-12. Str.: 9-10.

- optimistično mišljenje o EMU

Postoji opadajuća linija fiskalne stabilnosti (FS), odnosno situacija u kojoj bi države članice evrozone pratile pravila SGP. Neizvršenje može da se umanjiti ili prevaziđe povećanjem konkurentnosti a samim tim i stimulisanjem ekonomskog rasta. Rastuća linija (OCA) pokazuje da što se više država evrozone približava neizvršenju, troškovi EMU su veći od koristi. Povećanje konkurentnosti može da kompenzuje fiskalnu neodrživost. U donjem delu kvadranta III, se nalaze države koje bi, po pitanju konkurentnosti i u fiskalnom smislu, bile opravdani kandidati za EMU (OCA zona). Bivše države članice DM bloka (EUR-DM) bi pripadale ovoj zoni, dok se sadašnja EUR-19 grupa nalazi van OCA zone sa velikom verovatnoćom neizvršenja koja je u kombinaciji sa niskom konkurentnosti.

- interpretacija krize kroz pesimistično ili realistično mišljenje o EMU.

I pored uvođenja SGP u 1997. godini i njegovoj prvoj reformi u 2005. godini, uvek su postojale neke države (na primer, u periodu između 2003. i 2004. godine Francuska i Nemačka se nisu pridržavale pravila SGP) koje nisu ispunjavale pravila SGP. Tokom povoljnog perioda EMU (od 1999. do 2007. godine) to nije mnogo sputavalo evrozonu, zato što su kamatne stope na državne obveznice svih članica evrozone bile skoro iste. Tek od recesije u 2009. godini, javni dug je eskalirao a samim tim i spredovi na državne obveznice - posebno u državama GIIPS. Kršenje pravila SGP od strane država članica evrozone tokom vremena je predstavljeno rastućom linijom fiskalne neodrživosti (FS').

Čak su i poboljšanja konkurentnosti povezana sa povećanjem verovatnoće da nivoi duga neće biti održivi.

4) kvadrant IV (donji levi).

On predstavlja odnos između realne divergencije i konkurentnosti²⁵⁹.

- optimistično ili realno mišljenje o EMU

Postoji opadajuća makroekonomska (međunarodna) ravnotežna linija (*Macroeconomic Balance Line - MBA*), odnosno sve kombinacije realne divergencije i konkurentnosti koje dovode do uravnoteženog tekućeg računa. Realna divergencija može da se prevaziđe i/ili napredak ka EBC može da se realizuje povećanjem konkurentnosti. Rastuća linija (OCA) pokazuje da što se više država evrozone udaljava od onoga što bi predstavljalo EBC, troškovi EMU su veći od koristi. Povećanje konkurentnosti može da poništi realne divergencije.

U donjem delu kvadranta IV se nalaze države koje bi, u idealnom slučaju, formirale EMU zato što se njihove ekonomije kreću zajedno i one su konkurentne (OCA zona). Bivše države članice DM bloka (EUR-DM) bi pripadale OCA zoni, dok bi se sadašnja EUR-19 grupa nalazila van OCA zone.

- interpretacija krize kroz pesimistično ili realistično mišljenje o EMU ako se uzmu u razmatranje godine nakon recesije iz 2009. godine.

U nekim državama realna divergencija ne može da se prevaziđe čak ni kroz povećanje konkurentnosti (zbog efekta specijalizacije). Ovo je predstavljeno rastućom makroekonomskom (međunarodnom) neravnotežnom linijom (*Macroeconomic Imbalances Line - IMBA*). Dve uredbe Paketa šest su se odnosile na probleme neravnoteže u evrozoni. Makroekonomske neravnoteže su do sada bile zanemarene, iako predstavljaju drugi glavni razlog krize evrozone, pored zaduženosti.

²⁵⁹ Breuss, F., (2011), »Downsizing the Eurozone into an OCA or Entry into a Fiscal Transfer Union«, *CEifo Forum* 4/2011: 5-12. Str.: 10.

Kao što je već rečeno u kontekstu kvadranta I i II, treba da se donese odluka da li da se vrati korenima teorije OCA koji bi podrazumevali ponovno kreiranje ili smanjenje evrozona, ili da se formira unija sa fiskalnim transferom u budućnosti. S obzirom na trenutne akcije spasavanja, može da se zaključi da je druga opcija verovatnija. Na grafikonu, akcije spasavanja država članica evrozona preko EFSF/ESM bi pomerile OCA liniju na desno (u kvadrantu III) i na levo (u kvadrantu IV) ka novim OCA' linijama. Ako bi to bila politička namera, sadašnja EUR-19 grupa bi takođe spadala u OCA zonu, na veštački i politički, ali ne i ekonomski način.

7.4. UZROCI NASTANKA KRIZE U EVROZONI

Sledi prikaz različitih uzroka nastanka krize u evrozoni, koji će biti opisani u skladu sa tumačenjima različitih autora stručnih naučnih dela.

Osnovna podela uzroka krize u evrozoni je na²⁶⁰:

1) eksterne uzroke

Glavni eksterni uzrok krize bilo je prelivanje svetske ekonomske krize, inicirane slomom na američkom hipotekarnom tržištu, na evrozoni (na oblast javnih finansija) na dva načina²⁶¹:

- aktiviranjem automatskih stabilizatora usled recesije, što je direktno uticalo na rast budžetskog deficita u evrozoni
- bankarskim sektorom.

2) interne uzroke.

Interni uzroci se vezuju za samu EMU i strukturnog su karaktera, a obuhvataju²⁶²:

- efikasnost finansijskih tržišta

Kriza ovakvih razmera se verovatno ne bi ni desila da su tržišta ispravno vrednovala suvereni dug različitih država²⁶³. Nije trebalo da dođe do konvergencije kamatne stope između Severne i Južne Evrope, zato što je zasnovana na fundamentalnim pogrešnim procenama rizika vezanim za iznos suverenog duga raznih evropskih država. Ideja da Grčka i Nemačka mogu da pozajmljuju po skoro potpuno istim kamatnim stopama na 10 godina je zasnovana na činjenici da učesnici na finansijskom tržištu ignorišu klauzulu o zabrani preuzimanja dugova iz Ugovora iz Mastrihta. Takođe, međunarodne rejting agencije, kao što su Moody's, Standard and Poor's i Fitch, nisu snizile AAA rejting država GIIPS mnogo ranije, što bi ublažilo preterano javno i privatno zaduživanje tokom buma u periodu između 2003. i 2007. godine. Na neki način, viši prinosi za pojedine države članice EMU počev od 2010. godine su označili povratak kamatnih stopa na normalu, u kojoj nepotpune mere politike bivaju kažnjene sa premijama u slučaju neizvršenja od strane finansijskih tržišta. Pored

²⁶⁰ Baldwin, R., Gros, D. (2010), »The Euro in Crisis – What to Do?« u Baldwin, R., Gros, D., Leaven, L., *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, 1-24. Str.: 7-13.

²⁶¹ Baldwin, R., Gros, D. (2010), »The Euro in Crisis – What to Do?« u Baldwin, R., Gros, D., Leaven, L., *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, 1-24. Str.: 10-11.

²⁶² Lopandić, D., (2011), »Evrokriza i budućnost Evropske unije«, *Međunarodna politika* 62 (1144): 5-18. Str.: 9-11.

²⁶³ Matthijs, M., (2014), »The Eurozone Crisis: Growing Pains or Doomed from the Start« u Moschella, M., Weaver, C., *Routledge Handbook of Global Economic Governance*, Routledge, London, 201-217. Str.: 205-206.

toga, značajno je i zapažanje Hajmana Minskija da finansijska tržišta imaju tendenciju da podcene rizike tokom ekonomskih prosperiteta i precene rizike tokom recesije²⁶⁴. Drugim rečima, tržišta imaju tendenciju da preterano disciplinuju vlade tokom perioda ekonomskog pogoršanja naplaćivanjem prevelike kamatne stope, kao i da ne ograniče njeno trošenje u dovoljnoj meri tokom ekonomskih uspona postavljanjem kamatnih stopa koje su suviše niske.

- razlike u nacionalnim ekonomskim politikama i institucijama

One su dovele do značajnih razlika vezanih za stope rasta BDP u evrozoni. Neke države su ostvarile visoke stope rasta, dok je u drugim ta stopa rasta bila mnogo skromnija, kao što se vidi iz sledeće tabele.

Tabela 15: Stopa rasta realnog BDP država članica evrozone (% promena u odnosu na prethodnu godinu)

Država	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Evrozona (19 država)	0,7	2,2	1,7	3,3	3,1	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,4	0,8
Austrija	0,8	2,7	2,1	3,4	3,6	1,5	-3,8	1,9	2,8	0,8	0,3	0,4
Belgija	0,9	3,4	1,9	2,6	3,0	1,0	-2,6	2,5	1,6	0,1	0,3	1,1
Kipar	2,8	4,4	3,9	4,5	4,9	3,6	-2	1,4	0,3	-2,4	-5,4	-2,3
Estonija	7,5	6,5	9,5	10,4	7,9	-5,3	-14,7	2,5	8,3	4,7	1,6	2,1
Finska	2,0	3,9	2,8	4,1	5,2	0,7	-8,3	3,0	2,6	-1,4	-1,1	-0,4
Francuska	0,8	2,8	1,6	2,4	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2
Nemačka	-0,7	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,7	0,4	0,3	1,6
Grčka	6,6	5,0	0,9	5,8	3,5	-0,4	-4,4	-5,4	-8,9	-6,6	-3,9	0,8
Irska	3,0	4,6	5,7	5,5	4,9	-2,6	-6,4	-0,3	2,8	-0,3	0,2	4,8
Italija	0,2	1,6	0,9	2,0	1,5	-1	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4
Letonija	8,6	8,9	10,2	11,6	9,8	-3,2	-14,2	-2,9	5,0	4,8	4,2	2,4
Litvanija				7,4	11,1	2,6	-14,8	1,6	6,1	3,8	3,3	2,9
Luksemburg	1,4	4,4	3,2	5,1	8,4	-0,8	-5,4	5,7	2,6	-0,7	4,4	5,6
Malta	2,5	0,4	3,8	1,8	4,0	3,3	-2,5	3,5	2,1	2,5	2,3	3,5
Holandija	0,3	2,0	2,2	3,5	3,7	1,7	-3,8	1,4	1,7	-1,1	-0,5	1,0
Portugalija	-0,9	1,8	0,8	1,6	2,5	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-4,0	-1,6	0,9
Slovačka	5,4	5,2	6,5	8,3	10,7	5,4	-5,3	4,8	2,7	1,6	1,4	2,4
Slovenija	2,8	4,4	4,0	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,6	-1	2,6
Španija	3,2	3,2	3,7	4,2	3,8	1,1	-3,6	0,04	-0,6	-2,1	-1,2	1,4

Izvor: Eurostat.

Takođe, osnovna ekonomska filozofija i upravljačke institucije evrozone su zasnovane na pre-kejnzijanskim razmišljanjima koja nastoje da postignu stabilnost kroz uravnotežene budžete i prioritizaciju ciljeva za borbu protiv inflacije, na uštrb ekonomskog rasta i otvaranja novih radnih mesta²⁶⁵. Uvek je postojalo razdvajanje između neoliberalnog ekonomskog okvira za jedinstvenu valutu i Evropskog socijalnog modela za koji su se zalagale socijaldemokratske i druge progresivne političke grupe.

²⁶⁴ Minsky, H., (1986), *Stabilizing and Unstable Economy*, Yale University Press, New Heaven.

²⁶⁵ Baimbridge, M., Whyman, P.B., (2015), *Crisis in the Eurozone: Causes, Dilemmas and Solutions*, Palgrave Macmillan, Hampshire. Str.: 187-188.

Neoliberalizam je u samom srcu krize u Evropi - istovremeno kao uzrok disbalansa u korenu krize, specifične za EMU, i kao režim ekonomske politike koja je pretvorila finansijsku krizu u krizu suverenog duga²⁶⁶. Neoliberalizam je rezultirao u dva različita modela rasta, koja su oba nestabilna: rast vođen dugom i rast vođen izvozom. Ta dva modela rasta su komplementarna i vezana ili za finansijske mehure i rast duga domaćinstava („rast vođen dugom“) ili za rast izvoznog suficita („rast vođen izvozom“). U anglosaksonskim državama, kao i u perifernim državama EU, se razvio model rasta vođenog dugom, dok je u Nemačkoj, Kini i Japanu, usvojen model rasta vođenog izvozom.

- institucionalni dizajn

Najbolje je objašnjenje Martina Feldsteina, da je kriza evra u stvari kriza institucionalnog dizajna²⁶⁷.

EMU od starta nije predstavljala OCA, niti je tokom njenog postojanja došlo do kretanja ka OCA²⁶⁸. Međutim, sve dok su postojale povoljne ekonomske prilike, nedostaci monetarnog ujedinjenja se nisu u većoj meri ispoljavali. Monetarna unija ne može da opstane bez fiskalne i političke unije, koja je neophodna u slučaju asimetričnih šokova. Nije postignuta dovoljna konvergencija privrednih ciklusa, ne postoji dovoljna mobilnost radne snage, rigidnosti na robnom tržištu i tržištu rada su veće u državama na jugu evrozone, a to je prema teoriji OCA krucijalno za uspeh monetarne unije. Uvođenje zajedničke valute nije, kao što je hipoteza o endogenosti sugerisala, ubrzalo proces ekonomske konvergencije u Evropi, već je uzrokovalo brojne nove ekonomske probleme.

- velike razlike u konkurentskoj poziciji država članica EMU

Njima su značajno doprineli divergentni trendovi u ekonomskoj aktivnosti. Zajedničku valutu poseduju ekonomije koje su strukturno različite i koje su u različitoj meri konkurentne. Države kao što su Grčka, Portugalija i Španija su izrazito nekonkurentne u poređenju sa državama kao što su Nemačka, Francuska i Holandija koje su ili/i produktivnije ili/i imaju niže troškove radne snage. Deficitarne evropske privrede kao zvanično sredstvo plaćanja koriste nesuverenu valutu, to jest valutu koju ne emituju, pa iz tog razloga nisu u mogućnosti da je depresiraju i na taj način postanu cenovno konkurentne.

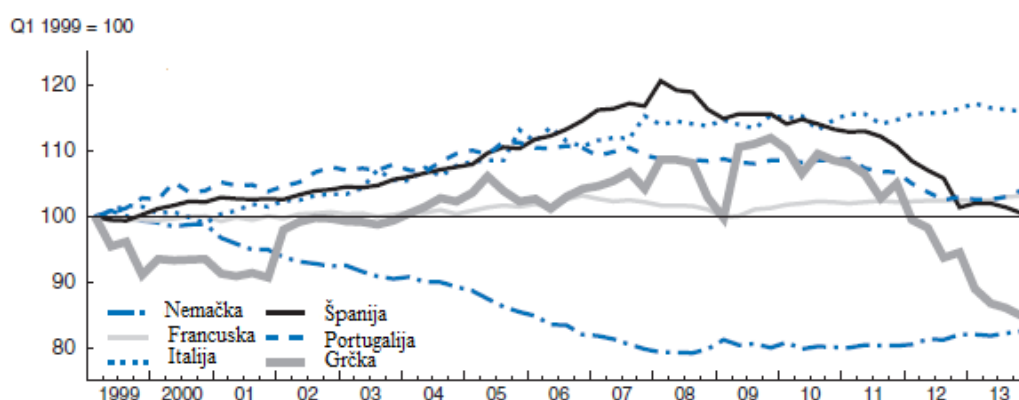
Na ovakav razvoj upućuju i razlike u kretanju relativnih jediničnih troškova rada u evrozoni u periodu od 2000. do 2010. godine. Relativni jedinični troškovi rada se određuju kao odnos između jediničnih troškova rada u jednoj državi prema jediničnim troškovima rada u drugoj državi članici monetarne unije. Kada relativni jedinični troškovi rada opadaju, na primer u Nemačkoj, onda ta država unapređuje svoju konkurentnu poziciju. S druge strane, ukoliko je došlo do povećanja troškova (slučaj Irske, Italije i Grčke), to znači da je konkurentnost privrede ovih država u istom periodu opala. To je prikazano na sledećem grafikonu. Ovakav trend govori o tome da su u ovim državama zarade rasle iznad nivoa produktivnosti, što na duži rok povlači značajna prilagođavanja. U ovim državama neophodno je redukovanje zarada, što je uvek spor i

²⁶⁶ Stockhammer, E., Köhler, K., (2015), »Linking a Post-Keynesian Approach to Critical Political Economy: Debt-Driven Growth, Export-Driven Growth and the Crisis in Europe« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 34-50.

²⁶⁷ Feldstein, M., (2012), »The Failure of the Euro: The Little Currency That Couldn't«, *Foreign Affairs* 91(1).

²⁶⁸ Matthijs, M., (2011), »Not Just a German Problem: Lessons from the EMU Sovereign Debt Crisis for Global Adjustment«, <http://crookedtimber.org/>.

problematičan proces praćen velikim političkim otporima. Utoliko pre, što drugi mehanizmi prilagođavanja, poput mobilnosti rada i fleksibilnosti zarada ne funkcionišu u ovim državama. U vreme kada su ove države imale monetarnu suverenost, odnosno bile van monetarne unije, devalvacija nacionalne valute bila je efikasan mehanizam koji je omogućavao povratak izgubljene konkurentnosti (devalvacija vodi padu realnih zarada), uz plaćanje odgovarajuće cene u vidu inflacije. U uslovima kada nemaju kontrolu nad monetarnom politikom, a ne postoji politička volja za preduzimanjem mera koje će da dovedu do smanjenja zarada, deficit u bilansu tekućih transakcija je finansiran zaduživanjem kod banaka evrozone.

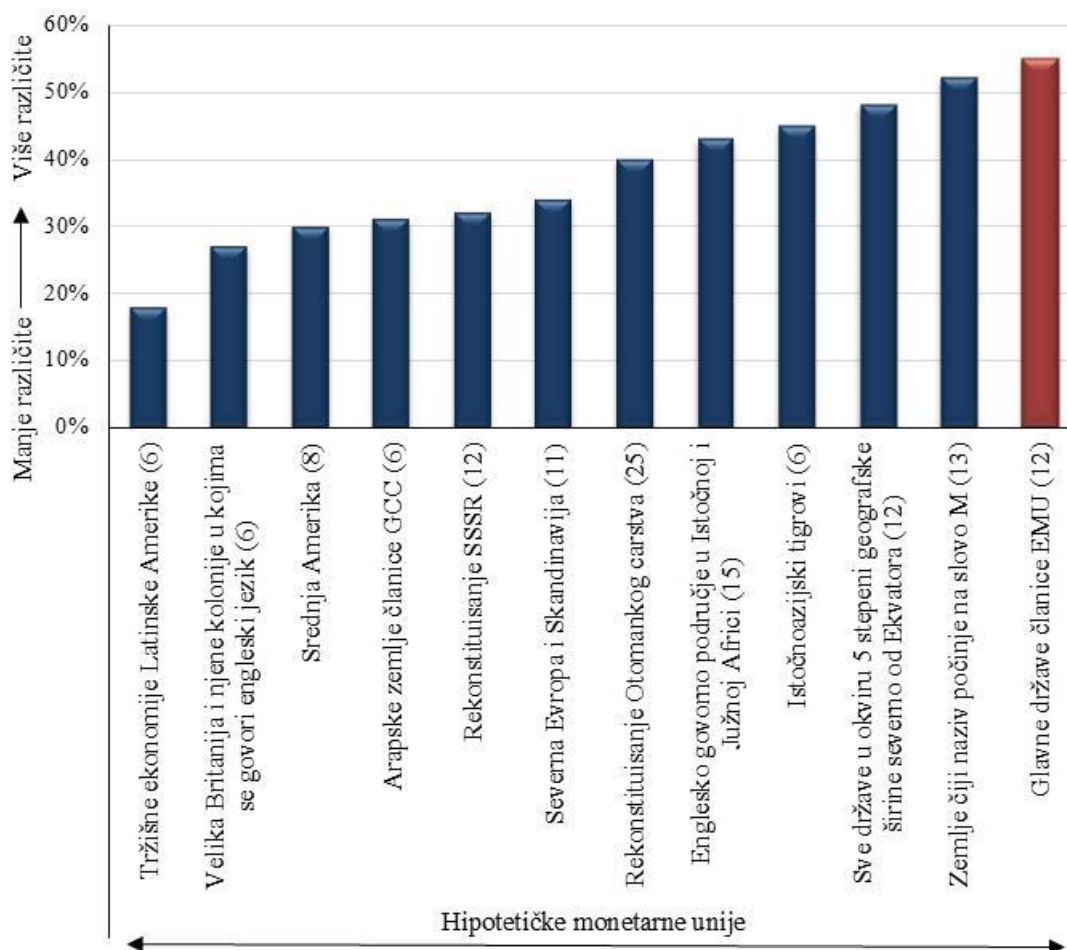


Grafikon 46: Relativni jedinični troškovi rada

Izvor: OECD.

Koristeći podatke iz Izveštaja svetskog ekonomskog foruma o globalnoj konkurentnosti, pretpostavljene su moguće hipotetičke monetarne unije, i koliko bi se razlikovala njihova struktura²⁶⁹. Sledeći grafikon prikazuje disperziju država u okviru hipotetičkih unija. Disperzija meri standardnu devijaciju faktora specifičnih za svaku državu u svakoj uniji. Faktori odražavaju preko 100 ekonomskih, društvenih i političkih karakteristika. Broj država u svakoj uniji je prikazan u zagradi. Države članice Evropske monetarne unije se više razlikuju nego države članice svih prikazanih hipotetičkih monetarnih unija. I pored toga što su imali povoljnije uslove, ti regioni su odoleli iskušenju da formiraju uniju.

²⁶⁹ Cembalest, M., (2012), »The European Economic and Monetary Union: A Road Less Traveled«, *Eye on the Market*, J. P. Morgan. Str.: 1.



Grafikon 47: Merenje disperzije hipotetičkih i postojećih monetarnih unija

Izvor: Cembalest, M., (2012), »The European Economic and Monetary Union: A Road Less Traveled«, *Eye on the Market*, J. P. Morgan. Str.: 1.

- makroekonomske neravnoteže u EMU

Posledica razlika u nivou konkurentnosti je bila neusklađenost odnosa razmene između centralnog dela (Nemačke, Holandije) i periferije EMU (grubo rečeno, mediteranskih država). Na duži rok, to predstavlja poseban problem strukturnog karaktera. To ima za posledicu konstantno visok trgovinski suficit koji ostvaruje Nemačka u odnosu na ostatak EU. Tek sa izbijanjem ekonomske krize, razlike na relaciji razvijeni sever - nerazvijeni jug su izbile na površinu. Ekonomska kriza je najjače pogodila Grčku, Italiju, Španiju i Portugaliju, ali je kriza zbog integrisanosti finansijskog tržišta počela da se širi i na ostale države članice. Finansijska tržišta u Evropi su u toj meri povezana da bilo kakva veća nesolventnost (banaka ili države) ugrožava stabilnost sistema u celini.

Razlike u kamatnim stopama na obveznice suverenog duga država juga i severa su značile veće zarade investitora koji su kupovali državne obveznice južnih i prodavali obveznice severnih država. Zahvaljujući tome se kapital slivao u problematične države, uticao na veliki rast tražnje, kreiranje špekulativnih mehura na tržištu nekretnina i veliki rast uvoza. Time je kretanje kapitalnih tokova doprinelo konvergenciji nominalnih

kamatnih stopa i uticalo na divergentna kretanja salda tekućeg računa. Nemačka i Francuska su najveći kreditori unutar evrozone. Njihova intra-EMU neto investiciona pozicija u 2008. godini je približno jednaka negativnoj poziciji Portugalije, Grčke, Italije i Španije. Odnosno, tekući račun država evrozone je uravnotežen, što znači da u okviru evrozone nemoguće za jednu stranu da ima suficit tekućeg računa, a da istovremeno neka druga država članica nema deficit – to je igra sa nulta sumom. Prema tome, Nemačka je generisala suficite zahvaljujući tome što su Grčka, Španija i Portugalija vodile uporne i visoke deficite tekućeg računa.

Tabela 16: Bilans tekućeg računa (% BDP)

Država	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Evrozona (19 država)	-0,5	-1,5	-0,4	0,6	0,3	0,7	0,1	-0,2	0,04	-1,5	-0,2	0,1	0,1	1,4	2,3
Austrija	-1,6	-0,7	-0,8	2,6	1,6	2,1	2,1	2,7	3,3	4,7	2,6	3,3	1,6	1,8	2,6
Belgija	5	3,9	3,3	4,2	3,5	3,2	2	1,8	2	-1,1	-0,8	1,8	-1,2	-2	-1,9
Estonija		-5,3	-5,2	-10,7	-11,3	-11,2	-9,9	-15,1	-15,9	-8,9	2,8	2,8	1,8	-1,8	-1,1
Finska	5,1	7,5	8,1	8,2	4,6	5,9	3,2	4	4,1	2,5	1,7	1,4	-1,4	-1,4	-1
Francuska	3,1	1,4	1,7	1,2	0,8	0,5	-0,5	-0,6	-1	-1,7	-1,3	-1,3	-1,7	-2,1	-1,3
Nemačka	-1,3	-1,8	0	1,9	1,8	4,4	4,8	6	7,2	6	5,7	6	6,6	7,3	7,4
Grčka	-3,4	-7,3	-6,8	-6,7	-6,5	-5,4	-7,3	-10,9	-14	-14,4	-10,8	-9,4	-10	-2,6	1,2
Irsk	0,3	-0,3	-0,6	-1	0	-0,6	-3,4	-3,5	-5,2	-5,4	-2,2	1,1	1,2	4,2	6,2
Italija	0,7	-0,5	-0,1	-0,7	-1,2	-0,9	-1,6	-2,5	-2,3	-2,8	-1,8	-3,3	-2,9	-0,2	1
Luksemburg		12,7	8,4	9,9	8,3	12	11,8	10,4	10,2	5,3	6,8	7,8	6,7	6	5,4
Holandija	3,6	1,9	2,4	2,5	5,3	7,2	7	8,7	6,3	4	4,8	6,8	8,5	8,9	10,1
Portugalija	-8,6	-10,3	-10,2	-8,1	-6,3	-8,1	-10	-10,4	-9,7	-12,2	-10,5	-10,2	-6,8	-2	0,5
Slovačka	-4,7	-3,4	-8,2	-7,7	-5,8	-7,6	-8,3	-7,7	-5,1	-5,9	-2,5	-3,6	-3,7	2,2	2,1
Slovenija	-3,9	-3,1	0,2	1	-0,8	-2,6	-1,7	-1,7	-4	-5,3	-0,5	-0,1	0,4	2,9	5,8
Španija	-2,8	-3,9	-3,9	-3,2	-3,4	-5,1	-7,2	-8,8	-9,7	-9,4	-4,7	-4,3	-3,6	-1,2	0,8

Izvor: OECD.

Deficitarne članice evrozone ne mogu da depresiraju valutu, pa u skladu sa tim, da bi zadržale ili povećale nivo ekonomske aktivnosti, mogu ili da generišu fiskalne deficite i na taj način povećaju javni dug i/ili da povećaju privatno zaduženje²⁷⁰. U Grčkoj je bio primetan brži rast javnog duga u odnosu na privatni dug. Sa druge strane, privatni dug je brže rastao u odnosu na javni dug u Irskoj do 2007. godine i Portugaliji i Španiji do 2008. godine. U Irskoj su od 2007. godine i javni i privatni dug ubrzano rasli. U Portugaliji i Španiji je od 2008. godine rast javnog duga počeo da sustiže rast privatnog duga. Za Italiju je bila karakteristična kombinacija visokog javnog i privatnog duga.

- disfunkcionalna institucionalna organizacija evrozone

ECB je ovlašćena da se stara o emitovanju novca i održavanju niskog nivoa inflacije, ali ne i da istovremeno učestvuje u realizaciji ekonomske politike EMU,

²⁷⁰ Radonjić, O., Zec, M., (2013), »Poslednji tango u evrozoni? Pukotine u evro konstrukt«, *Journal of Sociology, Social Psychology & Social Anthropology* 55 (1): 1-24. Str.: 8.

odnosno u podršci državama ili bankama koje imaju teškoće, uključujući i slučajeve nelikvidnosti.

Upravo zbog nesavršenosti institucionalnih rešenja opasnosti od krize nisu blagovremeno uočene, a sama reakcija je bila prilično zakasnela. Predviđeni mehanizmi odbrane (pravilo da nema preuzimanja duga, nezavisnost centralne banke, fiskalna pravila uvedena SGP) su se pokazali kao nedovoljni, ne samo da spreče pojavu krize, već i da omoguće njeno suzbijanje.

- konstruktivni problemi

Kriza je istakla nepotpun dizajn EMU, pre svega sledeća četiri nedostataka:

- fiskalna pravila EU nisu promovisala razborite fiskalne politike u dobrim periodima
 - nije postojao snažan mehanizam za sprečavanje ili korigovanje makroekonomske neravnoteže u EU
 - nedovoljna koordinacija makro i mikro prudencijalnog nadzora finansijskog sektora je prouzrokovala nagomilavanje problema u bankarskom sektoru
 - nepostojanje okvira za upravljanje krizom je sprečilo suzbijanje prenošenja među državama i između bilansa stanja banaka i suverenih država.
- fiskalni moralni hazard

Ovo je ujedno i glavni konstruktivni problem evrozone, zato što fiskalna pravila utvrđena Ugovorom iz Mastrihta nisu bila sprovedena. U trenutku pristupanja EMU samo određeni broj država članica je ispunio kriterijume konvergencije, a fiskalna pravila su narušena vrlo brzo nakon uvođenja evra - i to ne samo od strane perifernih država, nego i od strane država iz jezgra. To je verovatno jedan od razloga zašto su se tokom krize asimetrični šokovi izrazito manifestovali i izazvali probleme i za određene države članice i za evrozonu u celini. Pravila iz Ugovora iz Matrihta o stvaranju monetarne unije predviđaju limite na zaduženja i budžetske deficite, kojih se u uslovima krize više skoro nijedna država članica nije pridržavala.

Konstrukcija EMU je bila zasnovana na pretpostavci da države članice evrozone same treba da se postaraju da su „njihove kuće u redu“ (*Own Houses in Order - OHIO princip*)²⁷¹.

Najveći skriveni konstruktivni problemi evrozone su²⁷²:

- nekonzistentnost pravila budžetskog deficita i javnog duga

Ovaj problem je postojao od samog starta. Ukoliko je ideja bila da države članice evrozone u privredno lošim godinama mogu da idu u deficit do -3% i da taj deficit treba da se anulira suficitom u privredno dobrim godinama, onda će se dugoročno deficit i suficit potirati, pa javnog duga neće biti, a dug koji je eventualno postojao pre ulaska u evrozonu će biti otplaćen posle određenog broja godina. U tom slučaju je ograničenje od 60% nepotrebno. Međutim, ukoliko je ideja bila da države članice evrozone svake godine mogu da idu u deficit do - 3%, nezavisno od toga da li je reč o privredno dobrim ili lošim godinama, onda će posle nekog broja godina države da akumuliraju javni dug koji je iznad 60%, što će da zavisi od visine nasleđenog duga, ritma otplate i brzine zaduživanja.

²⁷¹ Mongelli, F.P., (2013), »The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance between 'Sceptics' and 'Advocates' shifting?«, Occasional Paper Series 144, www.ecb.europa.eu. Str.: 12.

²⁷² Prokopijević, M., (2010), »Kriza evra i njene posledice«, u Vukotić, V., Maksimović, S., Goati, V., Šuković, D., Radovanović, V., *Kriza i razvoj*, Centar za ekonomska istraživanja Instituta društvenih nauka, 94-109. Str.: 96-98.

- o nejasnoća pravila.

Ovaj problem vezan za nejasnoću o tome šta se i kako ubraja u državni dug se pojavio tokom vremena. Ukoliko se ne uzmu u obzir tolerisanje otvorenog kršenja pravila deficita i kreativno računovodstvo, najveći problem sa budžetskim deficitom je predstavljala činjenica da nije bilo jasno kako se računaju neke operacije. Države su se značajno zaduživale preko finansijskih derivata, kao što su opcije, pre svega zato što se ovakvo zaduživanje nije računalo u javni dug.

U vreme kada su kriterijumi utvrđeni nije bilo odgovora šta bi se desilo ako bi neka država prekršila pravila evrozone. Taj nedostatak je otklonjen tek sa uvođenjem SGP, prema kom je kažnjivo samo kršenje pravila budžetskog deficita, dok za kršenja ostalih kriterijuma nema kazni već opomena i rok do kada države treba da reše svoje probleme. Ispostavilo se da je bilo lakše da se ugovore pravila evrozone nego da se sprovede regularan postupak provere njihove ispunjenosti, a i kasnije da se pravila ispoštuju. Sve kriterijume tokom 1997. i 1998. godine su ispunile samo tri potencijalne članice buduće evrozone - Finska, Francuska i Luksemburg. Svim drugim državama je nedostajalo ispunjavanje bar jednog kriterijuma. Kvalifikacije država za evrozonu su bile neregularne iz više razloga. Uvedeno je i dodatno pravilo, prema kom ako se neka država nađe u evrozoni sa deficitom iznad 60%, on mora iz godine u godinu da opada i da se jednog dana svede ispod te granice. Takođe, postojao je dogovor između vlasti država EU da se neki delovi javnog duga izuzmu iz obračuna javnog duga (na primer dug penzijskog sistema, dugovi federalnih jedinica, javnih preduzeća, itd.). Taj postupak je kasnije nazvan kreativno računovodstvo, i imao je političku pozadinu, zato što, da nije postojao, diskutabilno je koliko bi se država kvalifikovalo da pristupi evrozoni.

Tabela 17: Fiskalne pozicije u godini pristupanja države evrozoni

Država	Budžetski deficit	Javni dug
Austrija	-2,391%	67,21%
Belgija	-0,591%	113,78%
Finska	1,593%	45,70%
Francuska	-1,776%	58,89%
Nemačka	-1,654%	60,90%
Grčka	-4,468%	103,72%
Irska	2,394%	48,50%
Italija	-1,732%	113,71%
Holandija	0,641%	61,10%
Portugalija	-2,769%	49,55%
Španija	-1,423%	62,34%
Prosek	-0,985%	71,29%

Izvor: Baimbridge, M., Whyman, P.B., (2015), *Crisis in the Eurozone: Causes, Dilemmas and Solutions*, Palgrave Macmillan, Hampshire. Str.: 101.

Kriza je pokazala da je nemačko insistiranje na uvođenju SGP bilo opravdano²⁷³. Nažalost, SGP nije dosledno primenjivan, i Nemačka i Francuska su bile među prvima

²⁷³ Matthijs, M., (2011), »Not Just a German Problem: Lessons from the EMU Sovereign Debt Crisis for Global Adjustment«, <http://crookedtimber.org/>.

koje su ga prekršile, kada je EC ustanovila da nema potrebe da se za ove države pokrene EDP. Time je napravljen opasan presedan jer je pokazano i drugim, pre svega perifernim državama članicama EMU, da nema kazni za nezdravu fiskalnu politiku. Posledično, u ovim državama je rasla javna potrošnja, države su se sve više zaduživale, a veliki priliv novca je uticao i na snižavanje kamatnih stopa koje su dodatno pojeftinjavale pozajmice. Na taj način se realizovala „nemačka noćna mora“, odnosno fiskalni moralni hazard, da druge države članice EMU iskorišćavaju kredibilitet Nemačke, jeftino se zadužuju i potkopavaju kredibilitet čitave evrozone²⁷⁴.

- problem nepostojanja fiskalne integracije

Fiskalna integracija predstavlja neophodan element u procesu formiranja monetarne unije, tako da činjenica da je nema znači da nije ostvarena usklađenost između visine prihoda i rashoda država članica u evrozoni, kao ni njihovih eventualnih transfera u okviru EMU.

- monetarna politika „jedna veličina odgovara svima“

Države članice evrozone su dale kontrolu nad monetarnom politikom ECB, koja određuje kamatne stope za celu evrozonu²⁷⁵. Određene velike države, posebno Nemačka, su imale slab rast i to je dovelo do toga da ECB odredi relativno nisku kamatnu stopu. Međutim, ova stopa je bila suviše niska za određene države u fazi prosperiteta, poput Irske i Španije, i doprinela je stvaranju velikih mehura na tržištu nekretnina u tim državama.

Takođe, odustajanjem od nezavisne monetarne politike i sopstvene valute, države koje su imale visoka zaduženja nisu bile u mogućnosti da koriste određene mere za rešavanje krize koje mogu da primene države koje su van evrozone. One uključuju dozvoljavanje veće inflacije (da se smanji teret duga), direktnu/indirektnu depresijaciju sopstvene valute (da se promoviše izvoz) i kupovinu sopstvenog duga kako bi se izbeglo neizvršenje (kao u programima QE).

Pre krize, stope ECB su uglavnom bile preniske za mnoge države, dok su tokom krize, stope postajale sve više asimetrične. Prema tome, umesto da veže države članice zajedno, ovakva monetarna politika ih je udaljila jedne od drugih.

- pogrešno ukazano poverenje i procena rizika

Uvođenje evra je dovelo do nivelacije kamatnih stopa kroz evrozonu i do značajnog pojeftinjenja kredita za rizičnije države članice evrozone. Razlike u kamatnim stopama su se značajno smanjile i slabije države su mogle da pozajmljuju sredstva po stopama veoma bliskim onima koje je plaćala najstabilnija i najmoćnija evropska ekonomija - Nemačka. Preovladao je moralni hazard i novac se slivao u periferne države članice evrozone, koje nisu uzimale u obzir propratni rizik. Finansijski hazarderi su dobro procenili da će u slučaju nevolja EU morati da intervenišu i pomogne državama koje su pred bankrotom i da je efektivni finansijski rizik niži nego što izgleda. Takođe, troškovi pozajmljivanja privatnog sektora u ovim državama su se smanjili prema nemačkim nivoima. To je podstaklo nagomilavanje državnog duga u Grčkoj i Portugaliji, kao i duga privatnog sektora u Portugaliji, Irskoj i Španiji. Finansijska tržišta su imala pogrešnu pretpostavku da sve države članice evrozone imaju gotovo isti rizik od neizvršenja.

- odgovor na krizu.

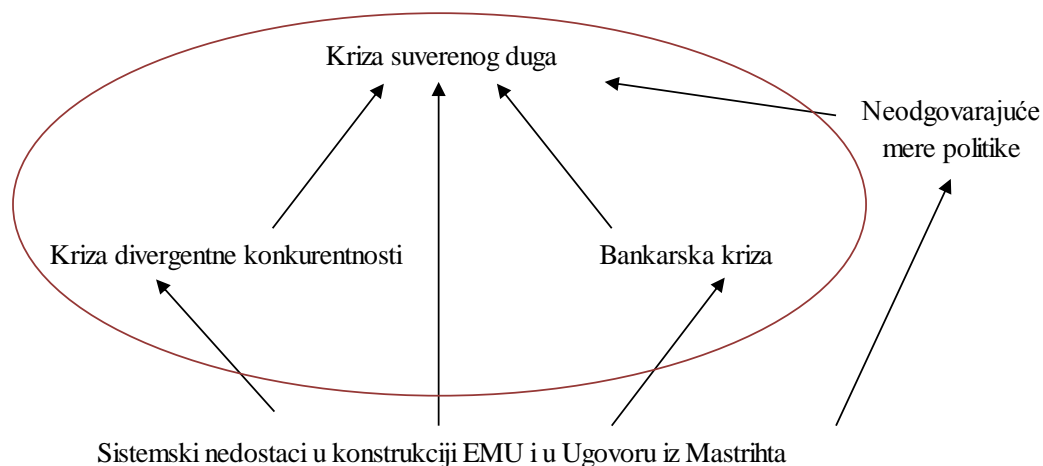
²⁷⁴ Frankel, J., (2015), »The Euro Crisis: Where to From Here?« Faculty Research Working Paper Series, www.hks.harvard.edu. Str.: 2-4.

²⁷⁵ Harari, D., (2014), »Causes of the Eurozone Crisis: A Summary«, *UK House of Commons Library Standard Note SN06831*.

Kada je kreiran evro, nije uveden nikakav mehanizam za rešavanje dužničke krize. Kao rezultat toga, kada je kriza nastupila, hitni programi za spasavanje su morali brzinski da budu pripremljeni i usaglašeni. Mnogi su smatrali da su posledice ovih spasavanja nepovoljne. Takođe, došlo je do neslaganja među većim državama članicama evrozona oko toga koje je najbolje rešenje za krizu. Ovaj nedostatak odlučne akcije je oslabio poverenje u međunarodna tržišta, produžavajući krizu.

Mere štednje koje su uvedene kao antikrizne politike su imale suprotne, i u mnogim aspektima razorne efekte²⁷⁶. One su opteretile pre svega niže i srednje klase perifernih država i produbile jaz između jezgra i periferije u okviru EU. To je prouzrokovalo produblјivanje socijalnih konflikata. Socijalni protesti su uglavnom vođeni od strane nacionalnih sindikata i dobro obrazovanih mladih ljudi - iako postoje značajne razlike u pogledu uloge različitih društvenih aktera i odnosa između socijalnih protesta i (levičarskih) političkih stranaka.

Na sledećem grafikonu je prikazana povezanost uzroka krize, pre svega sistemskih nedostataka u konstrukciji EMU i Ugovoru iz Mاستrihta, koji su rezultirali u širenju krize, kao i kasnijoj primeni neodgovarajućih mera politike.



Grafikon 48: Kriza i sistemski nedostaci

Navedeni uzroci krize u evrozoni mogu i da se podele na:

1) kratkoročne uzroke

Oni se odnose na eksterne šokove na evropskim finansijskim tržištima koji su prouzrokovani finansijskom krizom koja je nastala u SAD.

2) dugoročne uzroke.

Oni uključuju strukturne probleme pojedinih evropskih ekonomija, kao što su: nedostatak konkurentnosti, preveliki javni sektori i svojstva valutne unije. Smatralo se da monetarna unija nije završena i da zbog toga neće moći da izdrži ogromne eksterne šokove.

Još jedan način podele uzroka krize u evrozoni je na²⁷⁷:

²⁷⁶ Becker, J., Jäger, J., Weissenbacher, R., (2015), »Uneven and Dependent Development in Europe: The Crisis and its Implications« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 81-98.

²⁷⁷ Clarke, S., Daley, C., (2010), »The Eurozone Crisis«, *CIVITAS Institute for the Study of Civil Society*, <http://civitas.org.uk>. Str.: 11-14.

1) neizbežne uzroke

Robert Mandel je istakao da se kriza u Evropi nazivala i još uvek naziva - kriza evra²⁷⁸. I u vreme stvaranja evrozona bilo je sumnji u uslove i pogodnost zajedničke valute. Milton Fridman je izneo sumnju da je teško da se održi valuta bez jedinstvenog političkog autoriteta i napomenuo da pravi test za evro nisu normalne, već krizne privredne okolnosti. Ekonomisti su bili skeptični prema mogućnostima da se evro dugoročnije održi ili da bude dobra valuta. Kriza evra je otvorila polemiku oko realističnosti uspostavljanja jedinstvene valute za veći broj veoma različitih država. Te države se razlikuju po veličini teritorije, broju stanovnika, nivou ekonomskog razvoja, dohotka po stanovniku, istoriji, religiji i kulturi. Koreni krize valute su bili vidljivi praktično od njenog nastanka. Ekonomska recesija je samo produbila i pojačala probleme koji su u evrozoni postojali od ranije. Međutim, pravilnije je reći da je to evropska dužnička kriza.

Evrozona ima problem koordinacije i kriza evrozona je bila neminovna, zato što ne postoji politička struktura za koordinaciju ekonomske aktivnosti država članica putem uvođenja pravila o sprečavanju država članica da slede sopstvene interese koji mogu da prouzrokuju dalje probleme. U probleme koordinacije u evrozoni spadaju:

- prekomerno zaduživanje

Kada nije u kombinaciji sa ekonomskim rastom, prekomerno zaduživanje može opasno da poveća državni dug (izostanak rasta otežava zajmoprimcima da otplate kredite i kamatu). U evrozoni, vlade mogu da prodaju obveznice investitorima sa implicitnom garancijom da će ECB i druge države članice evrozona da otplate dug ukoliko dođe do neizvršenja od strane date države članice. ECB i države članice evrozona obezbeđuju garanciju zato što ne žele da investitori pomisle da je evro slaba valuta, a implicitna garancija od strane evrozona podstiče investitore da kupuju obveznice. Međutim, to znači da države mogu da pozajme novac (kroz prodaju obveznica) kada je malo verovatno da će moći da ga vrate. Prema tome, tokom poslednjih nekoliko godina države su bile u stanju da se jeftino i prekomerno zadužuju.

- konflikt oko podele odgovornosti za spasavanje banaka

U suverenoj državi, ovu odgovornost ima nacionalna vlada koja kontroliše centralnu banku. Međutim, takva jasna podela odgovornosti ne postoji u evrozoni. Na primer, opstanak nekih banaka može da se smatra neophodnim kako bi se osigurala šira finansijska stabilnost, ali deponenti u jednoj državi članici bi sigurno bili nezadovoljni zbog spasavanja banaka u drugim državama članicama.

- problemi kada pojedinačne države imaju različite makroekonomske politike

Ovo može da bude posebno primetno između razvijenih i nerazvijenih država. Neke države će možda hteti da promovišu rast smanjenjem kamatnih stopa i, na taj način povećaju inflaciju. Međutim, druge države će možda hteti da zadrže nisku inflaciju kako bi učvrstile rast.

- nacionalni ekonomski rast koji se odvija bržim tempom u jednoj državi nego u drugim državama

Ako ekonomija jedne države raste i povećava se tražnja, doći će do povećanja cena i podsticanja ponude, što će smanjiti tražnju. Ovaj proces može da bude praćen apresijacijom valute države. Ako dođe do apresijacije valute jedne države, uvoz iz država sa slabijim ekonomijama - čija valuta nije apresirala istom brzinom - biće još

²⁷⁸ Mundell, R., (2012), »The European Fiscal Reform and the Plight of the Euro« Global Finance Journal 23: 65-76.

atraktivniji. To bi omogućilo slabijim državama da povećaju svoj output, što bi prouzrokovalo apresijaciju njihove valute. Međutim, do ovog procesa ne može da dođe u evrozoni zato što postoji jedinstvena valuta. Posledica toga je da može da se dogodi da jedinstvena valuta ne odgovara državama članicama EMU, zato što prirodni mehanizam valutnih kretanja ne može da funkcioniše kako bi pomogao da se uklone neravnoteže u trgovini i internoj ekonomiji.

- trgovinske neravnoteže.

Trgovinska neravnoteža se odnosi na suficit ili deficit. Trgovinski deficit nastaje kada vrednost uvoza jedne države premašuje vrednost izvoza. Trgovinski suficit je kada vrednost izvoza jedne države premašuje vrednost uvoza. Ovo u evrozoni predstavlja problem, zato što države ne mogu da kontrolišu svoju monetarnu politiku da bi pokušale da uklone trgovinsku neravnotežu (na primer, da izvrši devalvaciju svoje valute da bi izvoz postao jeftiniji). Postoji mišljenje da je trgovinska neravnoteža obično samokorigujuća; kada država ostvari trgovinski suficit to dovodi do međunarodne tražnje za njenom valutom zato što se smatra dobrom investicijom. To bi dovelo do apresijacije valute, što bi prouzrokovalo da njen izvoz bude manje konkurentan, a zauzvrat bi suficit države počeo da se smanjuje. Druge države bi u tom slučaju povećale svoj izvoz zato što bi imale slabiju valutu i tako bi proces ponovo otpočeo. Međutim, postoji mišljenje da do ove samokrekcije nije došlo u evrozoni zbog jedinstvene valute.

- 2) uzroke koji su mogli da se izbegnu.

U uzroke prema kojima je kriza rezultat greške koja je mogla da se izbegne spadaju:

- elementi stabilizacije EMU nisu rigorozno sprovedeni ili poštovani

Postoji mišljenje da je kriza evrozone mogla da se spreči da su pravila SGP strogo sprovedena. Međutim, manje-više sve države članice evrozone su prekršile ova pravila.

- uloga ECB

Osiguravanjem kredita država koje neće biti u stanju da ih otplate, ili postavljanjem niskih kamatnih stopa, u cilju podsticanja ulaganja i otvaranja novih radnih mesta, ECB može da podstiče prekomerno zaduživanje.

- globalna finansijska kriza

Neki od problema sa kojima se suočava evrozona su prouzrokovani problemima u globalnoj ekonomiji i finansijskom sistemu. To može da sugeriše da je finansijska regulativa pojedinih država delimično kriva, pa ukupna krivica ne može da padne na EMU.

- države su previše pozajmljivale i nepromišljeno investirale pozajmljeni novac

Države su pozajmljivale novac ali nisu koristile sredstva za unapređenje infrastrukture i drugih elemenata njihove ekonomije koji bi mogli da poboljšaju rast i konkurentnost. To je stvorilo dug koji nije mogao da bude otplaćen.

Uzroci krize u evrozoni mogu da se podele i na²⁷⁹:

- 1) zajedničke izazove sa kojima se suočavaju određene države članice u evrozoni

Ovo se pre svega odnosi na priliv kapitala i prekomerni privatni i javni dug perifernih država članica evrozone.

Određene države članice EU nominalno imaju taj status, ali su, realno posmatrano, ekonomski i u svakom drugom pogledu nezrele da se pridruže uniji čijih

²⁷⁹ Nelson, R.M., Belkin, P., Mix, D.E., Weiss, M.A., (2012), »The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress«, Congressional Research Service, www.crs.gov. Str.: 2-5.

pravila nisu spremne da se pridržavaju. Razmatranja o krizi evrozone i rastuće shvatanje o potrebi redefinisanja Ugovora iz Lisabona i uvođenja određenih gradacija u status članstva, pokazuje da je samo u uslovima izuzetnog i veštačkog prosperiteta bilo moguće da se neke države prime u članstvo evrozone, iako, kao što se pokazalo, nisu mogle da istraju u poštovanju pravila. Prema tome, Evropa predstavlja grupu država koje bi trebalo da se kreću u dve, a možda i tri brzine. Takođe, značajna je i činjenica da u državama koje teže ka učlanjenju postoje iluzije da bi eventualnim članstvom u evrozoni mogle da reše domaće ekonomske, političke i socijalne probleme i da će EMU da bude izvor koji bi mogao da finansira rešenje onih problema za koje ne postoje sredstva u potencijalnim državama članicama²⁸⁰. Potcenjuje se koncepcija da svaka država mora prvenstveno sama da rešava svoje probleme i da bi, ukoliko bude obezbedila vladavinu prava, iskorenila korupciju, smanjila nezaposlenost i pokazala da je u stanju da obezbeđuje sopstveni razvoj, samim tim postala mnogo prihvatljivija za članstvo u evrozoni.

2) faktore koji su specifični za svaku državu.

Razlozi zbog kojih je došlo do krize su različiti za svaku državu²⁸¹:

- Grčka

U glavne uzroke krize u Grčkoj spadaju: veliki dug javnog sektora, visoki državni troškovi vezani za poslove i koristi u javnom sektoru, hronične utaje poreza i slaba konkurentnost.

Grčka je bila polazna tačka krize suverenog duga u evrozoni. Nikada nije bila primer finansijske stabilnosti, sa visokim nivoom inflacije, državnom i ekonomskom korupcijom, nepotpunim naplatama poreza i niskom međunarodnom konkurentnosti. Upečatljivo je da su evropske države koje su bile pokretači krize, u prvom redu Grčka i Irska, u periodu pre krize imale najbolje pokazatelje rasta i ekonomske aktivnosti unutar EU. Obrazac koji je doveo do teške ekonomske pozicije Grčke može da se objasni kao posledica pogoršavanja uslova zaduživanja na tržištima kapitala i nekontrolisano trošenje i zaduživanje u doba prosperiteta na svetskom finansijskom tržištu. U periodu između 2001. i 2007. godine, Grčka je kršila fiskalne kriterijume definisane Ugovorom iz Mastrihta. Budžetski deficit i deficit platnog bilansa se smatraju najvažnijim uzrocima porasta spoljnog duga Grčke²⁸². Nakon što je Grčka postala članica evrozone, konstantno je imala nisku konkurentnost ekonomije u odnosu na trgovinske partnere, uglavnom zbog niske produktivnosti i previsokih nadnica, naročito u javnom sektoru. Nadnice su u Grčkoj rasle po stopi od 5% otkad je država uvela evro. U istom periodu, izvoz u najvažnije trgovinske partnere je rastao po stopi od 3,8%, što je duplo manje od uvoza tih država od drugih trgovinskih partnera. Prema tome, kriza u Grčkoj je rezultat otvaranja tržišta i deregulacije koja je u Grčkoj usledila nakon ulaska u EU. Integracija države u međunarodno tržište je za posledicu imala i rastući jaz između privilegovanih elita, koje su profitirale od neoliberalne globalizacije, i ostatka stanovništva koji snosi posledice nezaposlenosti, nesigurnosti radnog mesta i siromaštva.

Istovremeno, deficit tekućeg računa grčkog platnog bilansa od 14,4% BDP u

²⁸⁰ Adamović, Lj., (2011), »Ekonomska kriza i održivi razvoj«, *Svarog: Naučno-stručni časopis za društvene i prirodne nauke* 3: 17-25. Str.: 22.

²⁸¹ Harari, D., (2014), »Causes of the Eurozone Crisis: A Summary«, *UK House of Commons Library Standard Note SN06831*.

²⁸² Grgić, D., Kordić, G., (2011), »Analogija krize zemalja s margine eurozone s krizom u Bosni i Hercegovini i Hrvatskoj«, *Ekonomska misao i praksa* 01/2011: 203-224, Sveučilište u Dubrovniku. Str.: 208-210.

2008. godini, bio je najviši u evrozoni. Osim toga, Grčka je u poslednjoj deceniji preuzela niz kapitalnih projekata u infrastrukturi, obrazovanju i drugim sektorima koji su dodatno povećali javnu potrošnju. Kao članica evrozone, Grčka je imala povlašćeni kreditni rejting među investitorima na nivou AAA, pa je u skladu sa tim godinama imala pristup međunarodnim finansijskim sredstvima. To je omogućilo relativno jeftino i nesmetano zaduživanje. Međutim, nakon sloma finansijskog tržišta 2008. godine, koji se preneo i na realni sektor, pogoršali su se i uslovi za odvijanje ekonomskih aktivnosti u Grčkoj. Sektori za transport i turizam su bili posebno teško pogođeni. Negativne tendencije praćene su padom poreskih prihoda i porastom poreske evazije, uz kontinuirano visok nivo potrošnje budžetskih sredstava na skupu i obimnu administraciju i javni sektor, kao i na penziona i zdravstveni sistem.

Grčka je, kao i pre ulaska u evrozonu, kreativnim računovodstvom pogrešno prikazivala svoju fiskalnu poziciju, dok vlada Grčke nije objavila u oktobru 2009. godine da je budžetski deficit daleko iznad mastrihtskog kriterijuma (12,5% BDP). Kredibilitet Grčke je opao, što je uticalo na strane investitore, koji su postali nepoverljivi prema mogućnostima Grčke da otplati dospele obveze vezane za spoljni dug koji je samo za tu godinu iznosio 72 milijarde dolara. Nakon tog saznanja, Grčka je bila primorana da izvrši emitovanje novih obveznica i da udvostruči visinu kamatne stope. Sa porastom kamatnih stopa na grčke obveznice, zbog gubitka poverenja investitora, porasli su i troškovi zaduživanja Grčke, a potreba za dodatnim sredstvima za spasavanje je postala očigledna. To je dovelo do smanjenja rejtinga dodeljenog od strane nekoliko agencija za kreditni rejting i zabrinutosti na međunarodnim tržištima. Bilo je jasno da je potrebno da izvrši radikalne ekonomske reforme i da joj u tome treba pomoć EU. Propisana su joj stroga fiskalna ograničenja koja su oslabila poresku osnovu, povećala poreze i smanjila javnu potrošnju za 10% BDP u 2010. godini, a tražena je i unutrašnja devalvacija (smanjenje carina i zarada) u dužem periodu, kako bi se povratila izgubljena konkurentnost grčke privrede. Naknadni krediti i strukturne mere štednje su izazvali nered, proteste i tenzije između vlade i grčkih građana, sa širokom osudom od strane demonstranata iz drugih evropskih država, MMF i drugih.

U 2010. godini je otkriveno da su grčki zvaničnici lažno prikazali nivo državnog deficita. Utvrđeno je da je javni deficit Grčke skoro duplo veći od navedenog, što je izazvalo povećanje grčkog suverenog duga tokom letnjih meseci. Kako se panika širila, porasli su spreadovi na državne obveznice i na svopove kreditnih neizvršenja (*Credit Default Swap - CDS*). Dva internacionalna programa spasavanja u 2010. i 2012. godini u ukupnom iznosu od 240 milijardi evra kredita su odobrena u zamenu za rigorozne uslove koji je trebalo da smanje budžetski deficit i unaprede konkurentnost²⁸³.

- Irska

Za Irsku i Španiju su karakteristični uzroci nastanka krize kao u SAD: mehuri na tržištu nekretnina, rastući dug sektora stanovništva i deficit tekućeg računa, kao i rastući problemi konkurentnosti njihovih privreda.

Irska, koja je pristupila EMU na samom početku u 1999. godini, ima istoriju prepunu gladi, ratova i recesije. Međutim, izvanredan rast u 1990. godini je učinio državu ekonomski uspešnom i doneo joj je nadimak „Keltski tigar“. U vreme kada je Irska ušla u EMU, država je bila šesta najbogatija na svetu u pogledu BDP po glavi stanovnika, imala je godišnji rast BDP od skoro 9%, i ostvarivala je državni suficit. Irska je bila u takozvanoj mini-krizi 2002. godine, zbog američke krize e-kompanija, i ta

²⁸³ Harari, D., (2015), »Greek Debt Crisis: Background and Developments in 2015«, Briefing Paper 7114, UK House of Commons Library. Str.: 6.

kriza je rešena. Međutim, talas globalne krize bio je razorniji. Cene kuća koje su u Irskoj do 2007. godine rasle brže nego u drugim razvijenim državama, pale su za 50%, što je mnoge ljude dovelo u situaciju da duguju više nego što vredi njihova imovina. Irska je imala preveliki bankarski sistem. Državna garancija za irske banke je stvorila budžetski deficit od preko 30% u 2010. godini, i na taj način dovela do porasta nivoa javnog duga za više od 20% između 2009. i 2010. godine. Osim nekontrolisanog odobravanja kredita od strane irskih banaka, visok nivo stranih pozajmica tokom kreditnog buma je doprineo stvaranju mehura na tržištu nekretnina koji se punio novim kreditima. Nakon pucanja cenovnog mehura na tržištu nekretnina, državne javne finansije su se značajno pogoršale. Smanjili su se poreski prihodi i porasla je nezaposlenost. Irske javne finansije su se suočile sa još većim pogoršanjem usled, po mnogima loše političke odluke, da odobri blanko garancije na sva, pa i sumnjiva potraživanja anglo-irskih banaka. Ispostavilo se da su bankarske obaveze, koje je irska vlada garantovala, dvostruko veće od irskog BDP. Time je sistemski rizik neizvršenja bankarskog sektora pomeren na državni suvereni dug. U pokušaju poboljšanja situacije, irska vlada je značajno smanjila javnu potrošnju. Kombinacija deficita i bankarskih gubitaka pojačala je sumnje u irsku dugoročnu solventnost. Irska vlada je 2010. godine bila primorana da uzme kredit u iznosu od 85 milijardi evra sa kamatnom stopom u iznosu od 5,8% od MMF i drugih država članica EU²⁸⁴. Shodno tome, kreditni rejting je smanjen, a spread na državne obveznice je izuzetno povećan.

- Portugalija

U glavne uzroke krize u Portugaliji spadaju: visok dug privatnog i javnog sektora, slaba konkurentnost i najsporiji rast u evrozoni, tokom decenije prosperiteta koja je prethodila globalnoj finansijskoj krizi.

Portugalija je pristupila EMU u 1999. godini. Slično Grčkoj, država se susrela sa političkom i ekonomskom korupcijom, kao i strukturnim ekonomskim problemima, prekomernom potrošnjom u javnom sektoru, i nedostatkom investicija u humani kapital²⁸⁵. Industrijska ekonomija Portugalije se zasniva na proizvodnji i izvozu tekstila, obuće i plute. Nakon ulaska države u EMU, izvoz je postao nekonkurentniji sa usvajanjem evra koji je imao višu vrednost. Portugalija ima najniži BDP po glavi stanovnika od bilo koje evropske države u Zapadnoj Evropi, a od 2002. do 2007. godine, država se susrela sa povećanjem stope nezaposlenosti u iznosu od 65%, a gori period je tek dolazio. Portugalska ekonomija je imala uspone i padove i pre globalne finansijske krize, a sa nastankom kreditne krize u SAD i njenim prenošenjem, kao i problemima vezanim za javni dug koji su se javili u Grčkoj i Irskoj, brzo su porasle tržišne tenzije zato što su se investitori plašili da će država možda da se suoči sa problemima prilikom refinansiranja svog duga. Došlo je do povećanja spreada na državne obveznice, i početkom 2011. godine država je uputila zahtev EU i MMF za sredstva spasavanja u iznosu od 78 milijardi evra, u cilju stabilizacije državnih finansija. Nakon toga, kreditni rejting Portugalije je snižen. Međutim, strukturne reforme su brzo usvojene, sa znatno manjim protivljenjem javnosti i protestima nego u Grčkoj.

- Španija

²⁸⁴ European Commission, (2012), »Ireland's Economic Crisis: How did it Happen and What is being Done about It?«, www.ec.europa.eu.

²⁸⁵ Lourtie, P., (2012), »Understanding Portugal in the Context of the Euro Crisis«, u Cline, W., Wolff, G. B., *Resolving the European Debt Crisis*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC, 51-94.

Glavni uzrok krize u Španiji se odnosi na činjenicu da je oslabljen bankarski sektor u velikoj meri pozajmljivao građevinarskom sektoru pre pucanja mehura na tržištu nekretnina.

Španija je tokom devedestih godina XX veka i početkom dvehiljaditih godina imala veliki ekonomski rast, i trenutno predstavlja petu najveću ekonomiju u Evropi. Španija je imala budžetske suficite sredinom dvehiljaditih godina, i imala je relativno niske nivoe javnog duga, ali je priliv kapitala podstakao neodrživ mehur na tržištu nekretnina, koji je bio podstaknut niskim kamatnim stopama i velikim talasom imigracije.

Dodatni problem Španije je preovlađujući udeo netrgovinskog sektora koji je zaštićen od međunarodne konkurencije, poput stambene izgradnje, ugostiteljskog sektora i slično²⁸⁶. Građevinski sektor je u Španiji neposredno pre početka krize obuhvatao 16% BDP, dok je u njemu bilo zaposleno 12% ukupnog broja radnika. Zbog toga je urušavanje građevinskog sektora posebno zabrinjavajuće, zato što je značaj ovog sektora počivao na temeljima domaće potražnje, koja je takođe značajno uzdrmana ekonomskom krizom.

Problemi Španije takođe imaju dužu istoriju, s obzirom na to da je država, posebno nakon uvođenja evra, imala znatno nižu privrednu konkurentnost od drugih država u EMU, pa je u skladu sa tim razumljiv stalno prisutni deficit tekućeg računa platnog bilansa. S druge strane, ono po čemu se Španija razlikuje od drugih država pogođenih krizom, jeste dobra kapitalizacija domaćih banaka koja osigurava stabilnost bankarskog sektora.

Međutim, bankarski sektor je bio previše izložen problematičnom sektoru izgradnje i razvoja, i to je dovelo do neodgovarajuće domaće tražnje i zaostajanja međunarodne konkurentnosti. Kriza je pogodila najveći segment privrede, građevinarstvo, i doprinela rastu nezaposlenosti na rekordnih 19%, što je dvostruko više od proseka EU. Iako je dužnička opterećenost države (52,7% u 2009. godini) bila znatno manja nego kod drugih problematičnih evropskih ekonomija, ovi zabrinjavajući faktori su doprineli padu sposobnosti Španije da ispuni svoje obaveze. Pucanje cenovnog mehura na tržištu nekretnina i duboka domaća recesija su oslabili špansku ekonomiju. To je doprinelo povećanju spredova na državne obveznice, i smanjenju kreditnog rejtinga. Španija je zatražila finansijsku pomoć od Troika-e (Evropske komisije, ECB i MMF) početkom 2012. godine, ali su pokušaji reformi naišli na pritisak od strane građana i političara u državi.

- Kipar

Kod Kipra je bio prisutan kolaps bankarskog sektora (koji je bio ogroman u odnosu na veličinu ekonomije), delimično zbog povezanosti sa Grčkom.

- Italija

Kriza u evrozoni nije u velikoj meri izazvala ili pogoršala probleme u Italiji, već je više ukazala na već postojeće ekonomske i političke probleme²⁸⁷. Italijanske banke nisu bile izložene prenošenju krize iz Španije ili Irske, uglavnom zahvaljujući boljem funkcionisanju u zdravijem finansijskom sistemu. Italija ima dugu istoriju niske stope rasta i visokog javnog duga, i nivo duga je konstantno iznosio preko 100% BDP i pre

²⁸⁶ Grgić, D., Kordić, G., (2011), »Analogija krize zemalja s margine eurozone s krizom u Bosni i Hercegovini i Hrvatskoj«, *Ekonomika misao i praksa* 01/2011: 203-224, Sveučilište u Dubrovniku. Str.: 211-212.

²⁸⁷ Di Quirico, R., (2010), »Italy and the Global Economic Crisis«, *Bulletin of Italian Politics* 2 (2): 3-19.

globalne finansijske krize 2008. godine i početka prenošenja na evropski suvereni dug. 1999. godine kada se Italija priključila evrozoni, dug u odnosu na BDP je iznosio 126%. Italijanske banke nikad nisu bile profitabilne kao druge banke u inostranstvu sa kojima su saradivale, zato što nisu preuzimale tako rizičnu aktivu, pa su iz tog razloga lako prolazile stres testove. Veliki nivo privatne imovine u Italiji, kao i činjenica da je Italija treća najveća ekonomija u evrozoni, su ublažili zabrinutost mnogih investitora. Jedan od najvećih uzroka nesigurnosti u pogledu finansijske pozicije Italije predstavljaju njene nacionalne politike.

8. RAZVOJ KRIZE EVRA

8.1. NASTANAK GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE

Elementi ekonomskog i finansijskog modela koji je preovladavao u periodu pre nastanka krize su²⁸⁸:

- smanjena makroekonomska nestabilnost

Tokom dve decenije koje su prethodile krizi, značajno smanjena makroekonomska nestabilnost je postojala. U periodu pre krize, u skoro svim industrijalizovanim ekonomijama bila je prisutna relativna stabilnost ekonomskog rasta i inflacije. Krucijalna pitanja koja su zaokupljala pažnju ekonomista u tom periodu su bila: unapređenje makroekonomskih politika, strukturne promene i obezbeđenje manje razorne distribucije šokova.

- održiv ekonomski rast

Smanjena makroekonomska nestabilnost je bila praćena značajnim poboljšanjem ekonomskih performansi. Potencijalni rast u mnogim razvijenim državama se povećavao, omogućavajući građanima da ostvare koristi od dužeg perioda ekonomske ekspanzije koji su povremeno prekidani umerenim recesijama.

- značajna dinamičnost cena nekretnina

Održiv ekonomski rast, praćen niskim i stabilnim kamatnim stopama, doprineo je poboljšanju očekivanja o cenama aktive, pre svega cenama nekretnina. Povećanje deregulacije i liberalizacije bankarskog i finansijskog sektora, uvođenje novih finansijskih instrumenata, i napredna globalizacija finansijskih tržišta, su zajedno sa optimističkim očekivanjima vezanim za kretanje cena nekretnina, doveli do njihovog brzog rasta, što je u određenim državama bilo praćeno ogromnim zaduživanjem domaćinstava.

- povećana profitabilnost finansijskog sektora u periodu istorijski najniže premije na rizik

U periodu koji je prethodio krizi, profitabilnost banaka i drugih finansijskih institucija se značajno povećavala usled opštih povoljnih ekonomskih i finansijskih uslova. Finansijske institucije su, zbog niske kamatne stope i u potrazi za većim profitom, počele da ulažu u mnogo rizičnije nove instrumente na finansijskom tržištu.

Uzroci nastanka globalne finansijske krize mogu da se podele u dve kategorije²⁸⁹:

- 1) mikroekonomske uzroke, koji obuhvataju tri oblasti:

- pogrešne podsticaje

Globalna finansijska kriza je ukazala na distorzije podsticaja potrošača i investitora, zaposlenih u finansijskom sektoru i agencija za kreditni rejting. Kao prvo, potrošači i investitori su se ozbiljno zaduživali i investirali u previše kompleksne proizvode. Mali broj potrošača ima uvid u bilanse stanja banaka ili finansijsko stanje preduzeća u koja investira putem kupovine akcija ili dugovnih finansijskih

²⁸⁸ González-Páramo J. M, (2011), »The Banking Sector Towards the “New Normal”: Some Considerations«, speech at the “Jornada de la Banca” organised by PWC and IE Business School, Madrid, <http://www.bis.org/>. Str.: 2.

²⁸⁹ Bank for International Settlements, (2009), »80th Annual Report«, www.bis.org. Str.: 11-12.

instrumenata. Takođe, njihov opšti stepen razumevanja finansijskih podataka je uglavnom dosta ograničen, što je uticalo na to da nisu bili svesni kompleksnosti i rizičnosti sistema finansijskog nadzora, i pogrešno su smatrali da je bezbedan i da su njihove investicije pouzdane jer su ih menadžeri, agencije za kreditni rejting ili državni organi kontrolisali.

Pored toga, menadžeri finansijskih preduzeća, podstaknuti kompenzacijama ključnim za ostvarenje kratkoročnih prinosa i uvećanog obima poslovanja, su povećali leveridž i akumulirali ogromne količine rizika.

Takođe, značajnu ulogu su imali i podsticaji agencija za kreditni rejting. Kompleksnost i sve veće emisije novih finansijskih instrumenata, kao što su ABS i strukturisani finansijski proizvodi, su uticali na to da se finansijske institucije sve više oslanjaju na rejtinge, pa se samim tim povećala kompleksnost i profitabilnost dodeljivanja rejtinga. To je prouzrokovalo da agencije za kreditni rejting, čiji je zadatak da procene rizik hartija od vrednosti i samim tim očuvaju opštu bezbednost, postanu preopterećene i da počnu da objavljuju nerealno visoke rejtinge, čime su doprinele povećanju sistemskog rizika.

- neuspešno merenje i upravljanje rizikom

Merenje, vrednovanje i upravljanje rizikom podrazumevaju primenu modernih statističkih instrumenata koji su najvećim delom zasnovani na ranijem iskustvu. Ukoliko je reč o retkom događaju, kao što je to slučaj sa najvećim rizicima, ranijeg iskustva ili ima malo ili ga uopšte nema, pa nedostatak podataka može da dovede do netačnih statističkih modela za merenje, vrednovanje i upravljanje rizikom. Čak i kada je veliki broj podataka iz ranijih godina dostupan, verovanje da se svet razvija sporo ali konstantno, podrazumeva da se umanjuje značaj davne prošlosti. Prema tome, dugačak ali skoriji period relativne stabilnosti je stvorio precepciju da se rizik permanentno smanjio. To je uticalo na smanjenje cene rizika i spremnost da se rizik kupi i proda vrlo jeftino.

Kompleksnost procene je još veća kod novih finansijskih instrumenata. S obzirom na činjenicu da ne postoje raniji podaci, njihova rizičnost uopšte ne može statistički da se izmeri. Taj nedostatak iskustva vezanog za nastupanje neizvršenja obaveza je predstavljao jedan od glavnih problema vezanih za sekjuritizaciju subprimarnih hipotekarnih kredita u SAD.

Takođe, postojali su problemi vezani za sistem upravljanja rizikom. Menadžeri koji upravljaju rizikom nisu imali dovoljno svakodnevnog kontakta sa članovima upravnog odbora koji učestvuju u donošenju odluka, a bez podrške menadžera najvišeg ranga niko nije uvažavao njihove sugestije i odluke da se određena aktivnost ograniči ili obustavi zbog preteranog rizika, pogotovo u situacijama kada se ostvarivao profit.

- nedovoljnu regulativu i nadzor

Finansijskim institucijama je bilo relativno jednostavno da prenesu poslovne aktivnosti izvan granica regulatornog nadzora. Kao posledica toga, slaba regulativa i nadzor su omogućili izgradnju enormnog rizika.

Kada su u okviru nadležnosti nadzornih organa, banke moraju da ispunjavaju propise vezane za minimalnu zahtevanu stopu kapitala kako bi mogle da započnu rizične transakcije. Ta stopa je ograničila rast leveridža na bankarskim bilansima stanja. Međutim, niži leveridž je značio nižu profitabilnost, tako da su bankarski menadžeri pronašli načine da povećaju rizik bez povećavanja zahtevane stope kapitala - primenom strukturisanih investicionih entiteta (*Structured Investment Vehicle - SIV*).

SIV su izdavali komercijalni papir i koristili prihode za kupovinu sekjuritizovanih aktiva poput kolateralizovanih dužničkih obaveza (*Collateralized Debt Obligations - CDO*)²⁹⁰. SIV su omogućili finansijskim institucijama da usmere velike iznose duga iz bilansa stanja, odnosno da koriste visoke nivoe leveridža i povećaju profitabilnost tokom perioda prosperiteta. Nepoznanice među investitorima vezane za SIV odnosile su se na aktivu koju oni drže i regulativu koje determinišu njihove akcije. SIV su slabije regulisani u odnosu na druge investicione pulove i tipično se drže van bilansa stanja komercijalnih banaka i investicionih preduzeća. Nekoliko glavnih SIV su bili povezani sa velikim bankama, i bili su pogođeni smanjenjem vrednosti hipotekarne aktive. Kako je vrednost aktive SIV bila redukovana, banke su bile prinuđene da vrate dug u svoje knjige. To je prouzrokovalo trenutnu potrebu za minimalnom stopom kapitala i pogoršalo likvidne pozicije u bankarskom sistemu.

2) makroekonomske uzroke, koji obuhvataju dve oblasti:

- probleme vezane za razvoj debalansa kod međunarodnih potraživanja

Razvoj debalansa na globalnom nivou podrazumeva razvoj dugotrajnih i velikih deficita i suficita na tekućim računima koji su prouzrokovali kretanje kapitala sa tržišta država u razvoju, koje imaju nizak nivo kapitala, ka industrijski razvijenim državama, koje imaju visok nivo kapitala (posebno SAD). Visok nivo stope štednje u državama u razvoju i nizak nivo te stope u SAD, su bili povezani sa navedenim kretanjima kapitala.

Postoje različita mišljenja vezana za moguće uzroke nastanka tih međunarodnih kretanja kapitala i rezultirajuće izgradnje međunarodnih potraživanja, kao što su: prevelika ponuda štednje na globalnom nivou; nedostatak investicionih prilika širom sveta; sve veća tražnja država u razvoju za međunarodnom diversifikacijom i niskorizičnom likvidnom aktivom; akumuliranje deviznih rezervi od strane država u razvoju, itd. Međutim, od mnogo većeg značaja je činjenica da je simbiotska veza između rasta generisanog izvozom u jednoj grupi država i rasta baziranog na zaduživanju (leveridžu) u drugim državama generisala velike bruto tokove i ogromna ukupna potraživanja rezidenata država izvoznica od rezidenata država uvoznica.

- probleme nastale zbog dugog perioda niskih realnih kamatnih stopa

Dug period niskih realnih kamatnih stopa je otpočeo 2001. godine. Niske realne kamatne stope su imale značajne posledice. Omogućile su jeftino zaduživanje i na taj način prouzrokovale kreditni procvat u velikom broju razvijenih država. Jeftini krediti su doveli do sve veće kupovine kuća, kao i do povećanja zaduživanja članova domaćinstava, što je dalje uticalo na procvat tržišta nekretnina i berze.

Još jedna posledica se odnosila na ostvarivanje prinosa, koja je uticala na to da institucionalni investitori preuzmu značajne dodatne količine rizika čak i u slučajevima kada su ostvarivali neznatno više prinose. Pošto su kamatne stope postale neobično niske, finansijskim institucijama je bilo sve teže da ostvare prinose po osnovu sklopljenih ugovora, što je uticalo na to da preuzmu veće rizike kako bi ostvarili očekivane prinose. Takođe, menadžeri koji upravljaju aktivom su preuzimali sve veći rizik da bi ispunili zahteve klijenata vezano za visinu očekivanih prinosa.

²⁹⁰ Lakić, S., (2009), »Finansijska kriza - debalans rizičnih profila«, *Montenegrin Journal of Economics* 5 (9): 33-44. Str.: 37.

8.2. RAZVOJ GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE I PRELIVANJE NA EVROPSKO TRŽIŠTE

U proteklih petnaestak godina, različiti globalni fenomeni su doveli do akumulacije globalnih sistemskih rizika²⁹¹. Nakon što je banka Lehman Brothers otišla pod stečaj u septembru 2008. godine, svet je bio pogođen naglom sistemskom finansijskom krizom, koja je bila jedinstvena po veličini kada se mere finansijski gubici i fiskalni troškovi, jedinstvena po obimu kada se meri njen geografski domet, i jedinstvena po brzini i sinhronizaciji kada se meri nagli pad svetskog ekonomskog output-a (u razvijenim ekonomijama).

Kriza koja je otpočela 2007. godine se brzo proširila iz SAD na druge države, kao i sa finansijskog na realni sektor, i ubrzo je eskalirala do neočekivanih razmera. Hipotekarna kriza koja je inicirana na tržištu SAD je najveća kriza koja je pogodila svetsku privredu od kraja Drugog svetskog rata do danas. Regulatorni i strukturni nedostaci globalnog finansijskog tržišta omogućili su transformaciju krize jedne države u globalnu krizu, prvobitno zahvatajući industrijski najrazvijenije države sveta, da bi zatim bile zahvaćene države u razvoju i nerazvijene države sveta. Određene finansijske institucije su otišle pod stečaj, dok je većina drugih opstala uz pomoć državnih intervencija.

Kupovina nekretnina u SAD se odvijala preko finansijskih posrednika, tako što su hipotekarni krediti uzimani od poslovnih banaka i drugih depozitno-kreditnih institucija²⁹². Te transakcije su se obavljale na primarnom hipotekarnom tržištu. Sistem kupovine nekretnina je jako dobro funkcionisao sve do uvođenja subprimarnog hipotekarnog tržišta, koje je predstavljalo glavni uzrok nastanka krize na tržištu nekretnina u SAD. Iako su naizgled oba tržišta funkcionisala po istom principu, postojala je značajna razlika među njima koja se odnosila na stepen regulative i uslove pod kojima su plasirani hipotekarni krediti stanovništvu.

Nastanak subprimarnog tržišta je prouzrokovan konstantnim rastom cena nekretnina i željom da se ostvari sve veći profit. Konstantan rast cena nekretnina izazvan je prevelikom tražnjom, koja je finansirana upravo putem hipotekarnih kredita. Cene nekretnina su stalno rasle, pa se samim tim povećavao i broj izdatih hipotekarnih kredita od strane poslovnih banaka i drugih manjih depozitno-kreditnih institucija. Osnovni cilj tih manjih finansijskih institucija je bio da pruže usluge po jeftinijim cenama i da postupak odobravanja kredita znatno olakšaju, u odnosu na postupak koji se primenjivao u poslovnim banakama. Te manje depozitno-kreditne institucije nisu tražile čvrste garancije prilikom odobravanja kredita, dok su se one finansirale od poslovnih banaka koje su pozajmljivale novac na finansijskom tržištu.

Veliki broj građana SAD nije mogao da se zaduži na primarnom tržištu kod poslovnih banaka, zato što nisu mogli da ispune zahtevane kriterijume za dobijanje hipotekarnog kredita, najčešće zbog nestabilnih poslova kojima su se bavili i malih zarada²⁹³. Banke i druge depozitne institucije, u želji da iskoriste trend rasta cena nekretnina i da ostvare veći profit putem plasiranja kredita, inicirale su osnivanje

²⁹¹ Mongelli, F.P., (2013), »The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance between 'Sceptics' and 'Advocates' shifting?«, Occasional Paper Series 144, www.ecb.europa.eu. Str.: 16-17.

²⁹² Dragutinović, S., Vjetrov, A., Đurić, U., Radenković, T., Cvjetičanin, I., Žutić, E., Kalašić, O., (2009), »Svetska ekonomska kriza i posledice po privredu Srbije«, FEFA. Str.: 5.

²⁹³ Dragutinović, S., Vjetrov, A., Đurić, U., Radenković, T., Cvjetičanin, I., Žutić, E., Kalašić, O., (2009), »Svetska ekonomska kriza i posledice po privredu Srbije«, FEFA. Str.: 6-7.

subprimarnog tržišta hipotekarnih kredita, na kom su klijenti sa lošim bonitetom mogli da dobiju traženi hipotekarni kredit. Banke koje nisu mogle direktno da odobravaju kredite klijentima su počele da otkupljuju hipotekarne kredite od manjih depozitno-kreditnih institucija, verujući da su te hipoteke dobro obezbeđene i da će cene nekretnina da nastave da rastu. Tržišni učesnici su mogli da ostvare velike zarade u kratkom vremenskom periodu zbog izraženog trenda rasta cena nekretnina, i to je sve više privlačilo na tržište nekretnina špekulante i velike institucionalne investitore, kao što su: velike banke, investicioni fondovi, penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije, hedž fondovi itd.

Poslovne banke, druge depozitno-kreditne institucije i investicione banke su uvidele značajan potencijal u ostvarivanju profita na tržištu hipotekarnih hartija od vrednosti, pa su u skladu sa tim veliki deo svojih sredstava usmeravale u hipotekarne kredite i subprimarne hipotekarne kredite. Najveći broj subprimarnih kredita je odobren u periodu najvećeg rasta cena nekretnina. Da bi ostvarile veće zarade, banke i specijalizovane agencije su smanjile premije na rizik za tu vrstu kredita, i to je prouzrokovalo ekspanziju tržišta subprimarnih kredita.

Povoljni krediti koje su banke izdavale svojim klijentima su prouzrokovali veliku tražnju za nekretninama, i to je povećalo pritisak na rast cena nekretnina. Ekspanzivna monetarna politika koju su vodile FED je, takođe, doprinela rastu cena nekretnina. U periodu od 2001. do polovine 2005. godine je vođena politika niskih kamatnih stopa, koja je uticala na to da se jeftin kapital plasira u nekretnine²⁹⁴.

Poslovi sa nekretninama predstavljali su odličan vid zarade, pa ih je sve veći broj ljudi započinjao sa idejom da će cene nekretnina da nastave da rastu. Međutim, kako se ista količina novca okretala pri kupovini sve više nekretnina, a da se pri tome smanjivalo servisiranje kredita usled loših kreditnih plasmana banaka (kredit koji su davani klijentima sa lošim bonitetom), došlo je do nestašice novca tako da se broj izdatih kredita sve više smanjivao²⁹⁵. Banke su u svom portfoliju imale hipoteke koje su bile samo prividno sigurne. Kada je došao trenutak da klijenti vrate glavnicu i kamate oni su odustajali od ugovornih obaveza, zato što više nisu imali novca da servisiraju obaveze prema bankama, proglašavali su bankrot i puštali su banke da aktiviraju hipoteke. Samim tim, došlo je do porasta broja kuća koje su se našle u vlasništvu banaka i to je predstavljalo sve veći problem. Banke iznose nekretninu na tržište i prodaju je po ceni u visini duga koji nije izmiren prema banci. Međutim, nekretnine koje su bile predmet hipoteka nisu mogle da se prodaju ili valorizuju na tržištu za očekivani iznos, tako da banke nisu mogle da ih iskoriste za servisiranje hipotekarnih kredita.

Solventni klijenti, odnosno klijenti banaka sa visokim bonitetom, su prouzrokovali dodatni pritisak na ponudu, zato što su usled naglog pada cena svesno odustajali od daljeg servisiranja uzetog hipotekarnog kredita. Glavni razlog je bio taj što klijenti nisu želeli da otplaćaju kredit u većoj vrednosti (jednako vrednosti u trenutku uzimanja kredita plus pripadajuće kamate) za nekretninu čija je tržišna vrednost bila znatno manja (nakon kraha tržišta nekretnina).

Kada je tržišna vrednost nekretnina postala višestruko manja od njene realne vrednosti, banke su se suočile sa problemom nelikvidnosti i tada se problem pojedinih

²⁹⁴ Radovanović, D., Radovanović, D., (2013), »Svetska finansijska i ekonomska kriza: efekti do sada preduzetih mera«, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta* 7: 305-314. Str.: 307-308.

²⁹⁵ Dragutinović, S., Vjetrov, A., Đurić, U., Radenković, T., Cvjetičanin, I., Žutić, E., Kalašić, O., (2009), »Svetska ekonomska kriza i posledice po privredu Srbije«, *FEFA*. Str.: 7-8.

finansijskih institucija transformisao u finansijsku krizu, i doveo do domino efekta koji je sa sobom povukao i druge učesnike na finansijskom tržištu i preneo krizu na druge delove sveta.

Institucionalni investitori su stalno pod pritiskom od strane akcionara i upravnog odbora da povećavaju vrednost akcija, što najčešće postižu uvođenjem raznih inovacija, uključujući kreiranje novih finansijskih instrumenata, pomoću kojih se smanjuje uloga tradicionalnog bankarstva. Veliki institucionalni investitori, čija osnovna delatnost ne predstavlja plasiranje kredita stanovništvu i privredi, su uvučeni u finansijsku krizu preko sintetičkih finansijskih instrumenata.

Sekjuritizacija je omogućila da se loši hipotekarni krediti nađu na berzanskom tržištu²⁹⁶. Banke su subprimarne hipotekarne kredite sekjuritizovale, odnosno pretvorile u hartije od vrednosti sa pokrićem u hipotekarnim kreditima, i dalje ih preprodavale investitorima koji su bili željni špekulativnog profita. Glavni cilj kreiranja hipotekarnih hartija od vrednosti je bio da se omogući bankama da obezbede sekundarnu likvidnost nad hipotekarnim kreditima i da se proširi krug potencijalnih investitora i na druge finansijske institucije.

Odobranje kredita licima bez kreditne istorije i visokog kreditnog rizika je bilo podržano od strane vlade SAD, koja je obezbedila državno pokriće za kredite koje su odobravale dve specijalizovane državne agencije Fannie Mae i Freddie Mac. One su od drugih depozitno-kreditnih institucija otkupljivale hipotekarne kredite koji su imali garancije američkog trezora i prepakivale ih u hipotekarne hartije od vrednosti, i nakon toga ih prodavale na sekundarnom tržištu. Otkupom hipotekarnih kredita od banaka, bankama su obezbeđivale novac koji su one plasirale u nove kredite. Državne agencije su davale garanciju da će investitori da dobiju pripadajuću glavnicu i kamatu u ugovorenom vremenskom roku, a u svom portfoliju su zadržavale hipotekarne hartije od vrednosti.

Tržište subprimarnih hipotekarnih kredita je osetilo prve potrese sredinom 2007. godine, kada su investitori uvideli da poseduju rizičnije hartije nego što su u početku mislili, što je prouzrokovalo masovnu prodaju tih hartija od vrednosti²⁹⁷. Otplata subprimarnih hipotekarnih kredita se odvijala regularno, sve dok kamatne stope nisu počele da rastu, a cene nekretnina da padaju.

Komercijalne i investicione banke su pretrpele najveće gubitke usled nastanka krize²⁹⁸. Otpis aktive u 2007. godini za Citigroup je iznosio 46,4 milijarde dolara, za Merrill Lynch 36,8 milijardi dolara, a za švajcarski UBS 36,7 milijardi dolara. Početkom 2008. godine se kriza prenela sa hipotekarnog tržišta na tržište akcija i obveznica. Finansijska kriza je eskalirala u septembru 2008. godine i prouzrokovala sunovrat američkih giganata. Banka Lehman Brothers je prva proglasila stečaj. Država je nacionalizovala Fannie Mae i Freddie Mac, koje su kontrolisale oko 50% sveukupnih hipotekarnih zajmova u SAD, zato što bi se njihovim propadanjem urušio celokupni bankarski sistem. Merrill Lynch je spasena preuzimanjem od strane Bank of America za približno polovinu stvarne vrednosti, a JP Morgan je preuzeo Washington Mutual. Morgan Stanley i Goldman Sachs bili su prinuđeni da promene svoj status iz

²⁹⁶ Dragutinović, S., Vjetrov, A., Đurić, U., Radenković, T., Cvjetičanin, I., Žutić, E., Kalašić, O., (2009), »Svetska ekonomska kriza i posledice po privredu Srbije«, *FEFA*. Str.: 7-10.

²⁹⁷ Radovanović, D., Radovanović, D., (2013), »Svetska finansijska i ekonomska kriza: efekti do sada preduzetih mera«, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta* 7: 305-314. Str.: 308.

²⁹⁸ Filipović, S., (2009), »Srpska privreda na udaru globalne ekonomske krize«, *Kopaonik bizinis forum 2009, Savez ekonomista Srbije i UKDS*. Str.: 2-3.

investicionih banaka u komercijalne banke, jer su samo na taj način mogli da dobiju finansijsku pomoć države. American International Group (AIG) spasen je od bankrotstva otkupom duga od strane FED. FED su bile primorane da intervenišu pružajući pomoć bankarskom sektoru u vidu pozajmica, a kongres SAD je početkom oktobra 2008. godine usvojio paket vredan 700 milijardi dolara za otkup dugova banaka.

Vrednost akcija investicionih fondova i banaka, koje su najviše pogođene nastalom krizom, počela je da opada. Na taj način se kriza prenela sa bankarskog sektora na berzu, koja je bila stub finansijskog sistema SAD. Kriza se produbljivala, a privreda SAD je sve više osećala posledice krize, što je prouzrokovalo pad vrednosti najznačajnijih indeksa (Nasdaq, Dow Jones, S&P) berzi u SAD.

Efekti svetske finansijske krize su se preneli na realni sektor prvenstveno kroz manjak kapitala i zaoštavanje uslova zaduživanja, koje je bilo primetno kroz povećanje kamata, skraćivanje rokova otplate kredita i rigorozniju selekciju kompanija kod davanja kredita²⁹⁹. Banke nisu više imale sredstva za plasiranje realnom sektoru u vidu kredita, kao što su imale pre krize, dok su preduzeća iz realnog sektora imala sve veći problem sa naplatom svojih potraživanja. To je uticalo na pad proizvodnje, usporavanje poslovnog ciklusa kompanija, smanjenje izvoza i na kraju usporavanje privrednog rasta.

Zbog komplementarnosti ekonomija SAD i EU i efekata globalizacije, kriza koja je zahvatila finansijski i realni sektor SAD se polako prenosila na EU i druge države sveta³⁰⁰. Na finansijskom tržištu SAD pored domaćih investitora učestvuju kompanije, banke i fondovi iz drugih država i velikih finansijskih centara poput EU, koji su takođe plasirali svoja slobodna finansijska sredstva u hipotekarne hartije od vrednosti, pa su samim tim i oni beležili gubitke. U trenutku kada je celokupan finansijski sistem SAD bio zahvaćen krizom i kada je velika većina tržišnih učesnika beležila gubitke, nastala kriza nije ostala izolovana u granicama SAD, već se poput domino efekta proširila na druge delove sveta. Na inicijalnom udaru krize su bila tržišta Evrope i Azije, zbog učešća velikog broja investitora iz ovih delova sveta na tržištu novca i kapitala SAD. Kriza se prvo prenela na države koje su imale sličan mehanizam hipotekarnog kreditiranja, a nakon toga je ubrzo preplavila svetske berze i dovela do pada vrednosti i likvidnosti baznih hartija od vrednosti. Zatim se preusmerila na bankarski sistem i prouzrokovala ubrzano povlačenje depozita i rast kamatnih stopa, i dovela do bankrotiranja banaka mnogih država širom Evrope. U najvećem broju država zahvaćenih krizom, država je bila primorana da interveniše.

Glavni razlozi zbog kojih su evropske banke bile uvučene u finansijsku krizu su³⁰¹:

- evropske banke su bile izložene američkim rizičnim hipotekarnim zajmovima, zbog kojih su beležile velike gubitke; strah od sličnih dešavanja na tržištu EU je postajao sve izraženiji
- strah je uticao na povećanje međubankarskih kamatnih stopa, pošto su banke nerado jedne drugima pozajmljivale novac; umesto toga, banke i drugi

²⁹⁹ Radovanović, D., Radovanović, D., (2013), »Svetska finansijska i ekonomska kriza: efekti do sada preduzetih mera«, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta 7*: 305-314. Str.: 310.

³⁰⁰ Dragutinović, S., Vjetrov, A., Đurić, U., Radenković, T., Cvjetičanin, I., Žutić, E., Kalašić, O., (2009), »Svetska ekonomska kriza i posledice po privredu Srbije«, *FEFA*. Str.: 21, 28.

³⁰¹ Radovanović, D., Radovanović, D., (2013), »Svetska finansijska i ekonomska kriza: efekti do sada preduzetih mera«, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta 7*: 305-314. Str.: 309.

investitori su ulagali višak slobodnih sredstava u državne obveznice i druge finansijske instrumente niskog rizika i niskog prinosa.

U prvim mesecima globalne finansijske krize, evrozona se relativno dobro nosila sa problemima, ali je u naredne dve godine krize glavni fokus bio na Evropi i evru.

Kada se sublimiraju glavni uzroci nastanka krize, prenošenje finansijskog kraha na realnu ekonomiju i brzina širenja dramatičnih efekata krize iz SAD na evropsku privredu, mogu da se identifikuju tri talasa širenja globalne krize³⁰²:

1) stambeni mehur

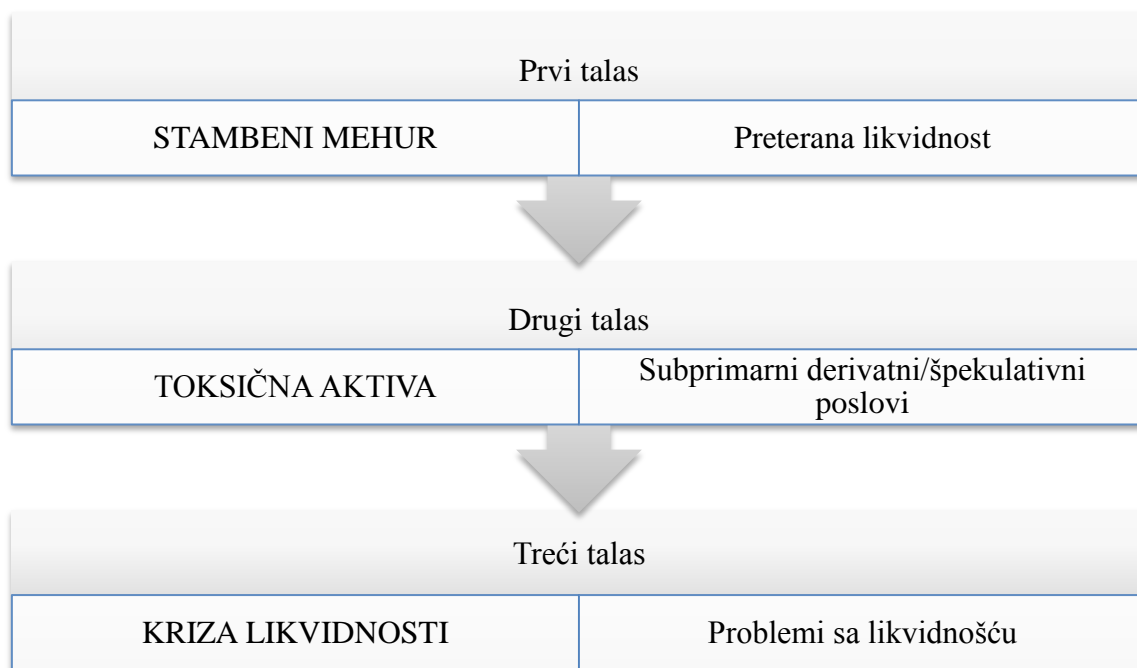
Došlo je do pucanja mehura hipoteka i potrošačkih kredita, i cene kuća su počele da padaju, a domaćinstva koja su se oslanjala na kredite da bi plaćala račune više nisu bila u stanju da izmiruju dugove.

2) toksična aktiva

Bankarski sistem je počeo da trpi zbog toksične aktive. Ona je bankama nanela ogromne gubitke, koji su uništili reputaciju banaka kao pouzdanih i profesionalnih institucija.

3) kriza likvidnosti

Kriza likvidnosti je počela i banke su obustavile svoju osnovnu funkciju obezbeđenja kredita građanima i pravnim licima. To je prouzrokovalo smanjenje potražnje potrošača, što je pogodilo preduzeća za proizvodnju i usluge. Nakon toga je počela recesija.



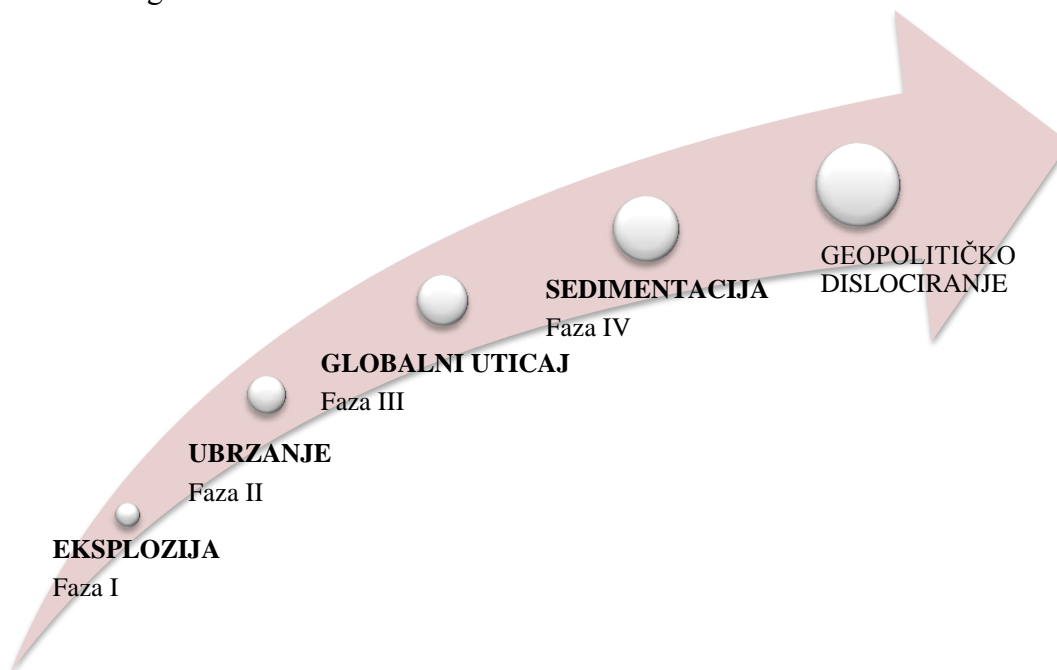
Grafikon 49: Tri talasa globalne krize

Izvor: Međunarodna Organizacija Rada, (2010), »Sindikati i socijalni dijalog u vreme krize: Slučaj Srbije«, www.ilo.org/. Str.: 14.

³⁰² Međunarodna Organizacija Rada, (2010), »Sindikati i socijalni dijalog u vreme krize: Slučaj Srbije«, www.ilo.org/. Str.: 13-14.

Sa prethodnog grafikona se vidi da je prenošenje krize krenulo sa američkog subprimarnog hipotekarnog tržišta i da se kriza raznim „mutnim“ finansijskim instrumentima prenela širom sveta. Glavni efekat je bila toksična aktiva, koja predstavlja ogromne gubitke u knjigama finansijskih institucija. Ovo je prethodno veliku likvidnost pretvorilo u krizu likvidnosti, koja je paralisala globalni bankarski sistem. Ova zaraza je progutala evropski bankarski sistem i svi su bili iznenađeni dramatičnim efektima finansijske krize na evropsku privredu.

Razvoj globalne krize može da se подели na četiri glavne faze, koje su prikazane na sledećem grafikonu.



Grafikon 50: Glavne faze razvoja globalne krize

Izvor: Međunarodna Organizacija Rada, (2010), »Sindikati i socijalni dijalog u vreme krize: Slučaj Srbije«, *www.ilo.org/*. Str.: 15.

Kriza se proširila kroz čitavu realnu ekonomiju putem tri kanala za prenos koji su se uzajamno pojačavali³⁰³:

- 1) ograničene dostupnosti kredita za obrtna sredstva, finansiranje trgovine i održive investicije u realnu ekonomiju (kriza likvidnosti)
- 2) odluke da se oprezno troši, koje su dovele do smanjenja proizvodnje, zapošljavanja i cena. Ovo je negativno uticalo na poverenje potrošača i investitora (začarani krug depresije)
- 3) veze između međunarodne trgovine i investicija i tokova doznaka (kanal globalizacije).

Na sledećem grafikonu su prikazana četiri ključna transmisiona mehanizma prenošenja krize preko Atlantika³⁰⁴:

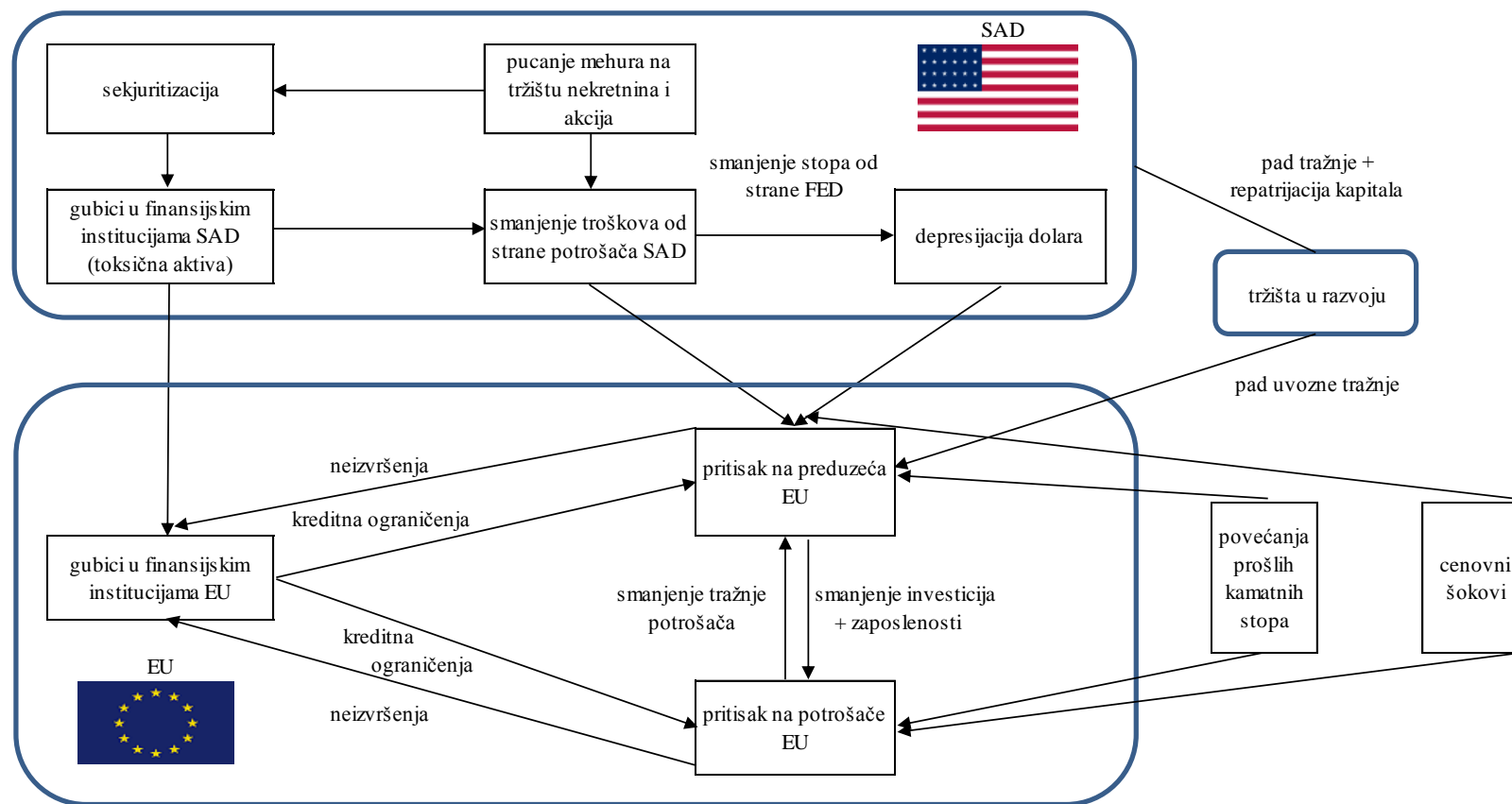
³⁰³ Međunarodna Organizacija Rada, (2010), »Sindikati i socijalni dijalog u vreme krize: Slučaj Srbije«, *www.ilo.org/*. Str.: 15.

³⁰⁴ Watt, A., (2008), »The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Causes and the Repercussions«, *European Economic and Employment Policy Brief 3*. Str.: 10.

- 1) smanjenje troškova potrošača u SAD (kao i odugovlačenje poslovnih investicija) je direktno uticalo na mogućnost prodaje evropskih izvoznika, koji su već bili pogođeni cenovnom apresijacijom evra.
- 2) evropski finansijski sektor je bio glavni kupac toksične aktive od američkih banaka. Smanjenje vrednosti ili prekid trgovine tom aktivom doveo je do urušavanja evropskog bankarskog sektora, koji je zatim pogodio evropska preduzeća (a u manjoj meri potrošače, posebno vlasnike nekretnina).
- 3) masovna smanjenja stopa od strane FED kao odgovor na krizu (prvobitno neuporediva u Evropi) su vodili daljem padu dolara u odnosu na evro, pogoršavajući pritisak konkurencije na evropske proizvođače
- 4) nakon zakašnjenja, kriza je takođe pogodila i države u razvoju, što je uticalo na smanjenje njihove uvozne tražnje.

U okviru evropske ekonomije, to je onda prouzrokovalo standardnu negativnu interakciju između korporativnog sektora i sektora domaćinstava, što je tipična odlika svake recesije³⁰⁵. Nagli rast inflacije je u evrozoni otpočeo u septembru 2007. godine i trajao je sve do jula 2008. godine. Kao i u slučaju FED, ECB je počela da primenjuje ekspanzivnu monetarnu politiku koja se ogledala kroz smanjivanje referentne kamatne stope. Međunarodna trgovina je opala, što je imalo nesrazmeran uticaj na ekonomije evrozone zbog njihove velike otvorenosti. U evrozoni, u sektoru građevinarstva je u mnogim državama došlo do zastoja zbog nedostatka finansijskih sredstava. Takođe, u evrozoni je od druge polovine 2008. godine zabeležen nagli rast stope nezaposlenosti koji je prouzrokovan produbljivanjem i prenošenjem krize sa finansijskog na realni sektor. Budžetski deficiti su porasli u nekoliko država zbog pada mnogih izvora prihoda i troškova paketa stimulacija protiv usporavanja rasta. Preduzeća su smanjila investicije i radno vreme i broj zaposlenih. Domaćinstva, koja su se suočila sa povećanom neizvesnošću, padom cena imovine i oštrijim kreditnim ograničenjima, su sve više štedela a neka od njih su ostvarila gubitak prihoda. Samim tim, došlo je do pada ukupne potrošnje, što je dovelo do pogoršanja stanja preduzeća, intenziviralo gubitke radnih mesta, itd. Povrh toga, postojali su i negativni povratni mehanizmi između bankarskog sistema i sektora domaćinstava i nefinansijskog korporativnog sektora. Nekoliko vlada je moralo da pokrene razne inicijative za podršku svog bankarskog sektora (preko državnih garancija, kapitalnih injekcija, kredita i delimične nacionalizacije).

³⁰⁵ Watt, A., (2008), »The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Causes and the Repercussions«, *European Economic and Employment Policy Brief* 3. Str.: 11.



Grafikon 51: Prenošenje krize iz SAD na tržište Evrope

Izvor: Watt, A., (2008), »The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Causes and the Repercussions«, *European Economic and Employment Policy Brief 3*. Str.: 10.

Osim svih navedenih strukturnih uzroka krize koji su u interaktivnoj vezi sa finansijalizacijom ekonomije, mnogi istraživači su predvideli niz negativnih šokova agregatne tražnje koji su pogodili evropsku ekonomiju, identifikujući na taj način neposredne uzroke krize na evropskom tržištu. Ključni kontrakcioni impulsi su bili³⁰⁶:

- visok rast cena sirovina

Cene nafte su porasle više nego duplo u periodu od početka 2007. godine do leta 2008. godine (sa 40 evra po barelu na 90 evra po barelu).



Grafikon 52: Cene nafte (evro po barelu)

Izvor: ECB.

Sličan rast dogodio se i sa velikim brojem drugih sirovina. Cene neenergetskih sirovina su porasle za oko 10% tokom 2008. godine u odnosu na prethodnu godinu. Rast cena sirovina je uticao na rast troškova privatnog sektora i pad realnih plata radnika, smanjujući agregatnu tražnju i podižući na kratko inflaciju na oko 4%.

- velika apresijacija evra

Evro je apresirao prema dolaru, još uvek vodećoj svetskoj valuti, sa 1,20 dolara na 1,60 dolara, što je oko 33% više u periodu od početka 2006. godine do leta 2008. godine.

³⁰⁶ Watt, A., (2008), »The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Causes and the Repercussions«, *European Economic and Employment Policy Brief 3*. Str.: 8-9.

(SAD \$ prema 1 €)



Grafikon 53: Dolar/evro devizni kurs

Izvor: ECB.

Uporedo je postojao paralelan rast prema jenu. Nominalni efektivni devizni kurs evra je porastao za otprilike 15% tokom leta 2008. godine u odnosu na prosek iz 2005. godine. Iako je delimično neutralisalo rast cena sirovina u svetu, jačanje evra je istovremeno iscrpelo profitne marže privatnog sektora u sektoru utrživih dobara, što je dovelo do pada neto izvoza. To je prouzrokovalo da se trgovina i bilans tekućeg računa evrozona pomere iz blagog suficita u deficit, i došlo je do pada izvoza do stepena koji nije viđen od recesije iz devedesetih godina XX veka.

- zakašnjenje efekta visokih kamatnih stopa

ECB je počela da povećava kamatne stope početkom 2006. godine. Osam povećanja je uticalo na to da se stope povećaju sa 2% na 4% do sredine 2007. godine, imajući u vidu da je rast inflacije uglavnom bio vođen rastom uvoznih cena. S obzirom na zakašljenja u mehanizmu transmisije (uključujući i kanal cenovne apresijacije), došlo je do pada agregatne tražnje.

Prethodne tri karakteristike su se negativno odrazile na evropsku ekonomiju, naročito u okviru evrozona.

8.3. TRI KRIZE EVRA

Evrozona je suočena sa tri međusobno povezane krize, koje zajedno dovode u pitanje održivost valutne unije³⁰⁷:

- 1) bankarskom krizom

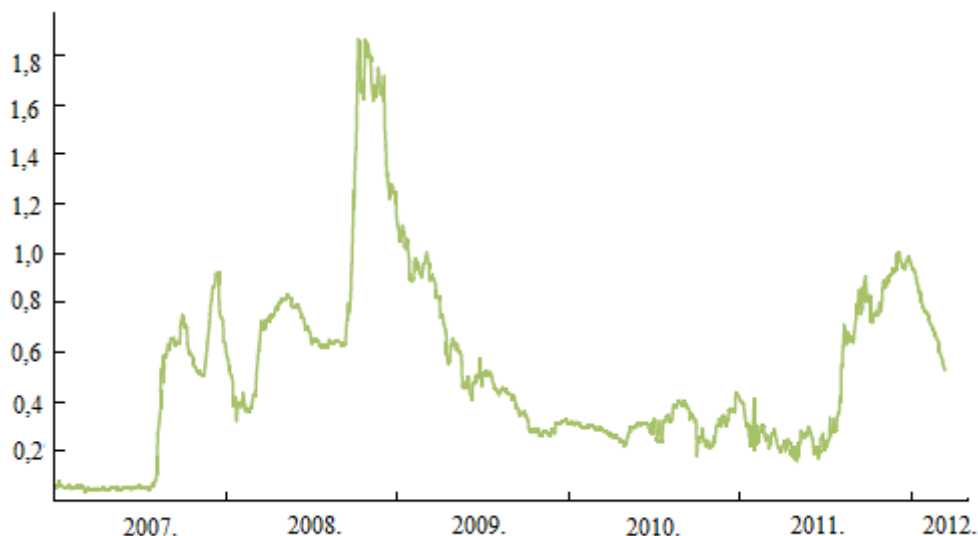
Banke su potkapitalizovane i imale su probleme sa likvidnošću. Bankarski sistem u evrozoni je veliki. Ukupna aktiva bankarskog sistema je iznosila preko 300% BDP evrozona u 2007. godini, dok je u SAD iznosila manje od 100%. Veliki bankarski

³⁰⁷ Shambaugh, J.C., (2012), »The Euro's Three Crises«, *Brookings Papers on Economic Activity*. Str: 162-173.

sistem u odnosu na druge delove finansijskog sistema evrozone ukazuje na još jednu važnu činjenicu: preduzeća u evrozoni se više oslanjaju na bankarski sistem za finansiranje od američkih preduzeća, koja imaju veće izgleda za direktan pristup tržištu kapitala; samim tim, zdravlje bankarskog sistema je od izuzetnog značaja u Evropi. Osim toga, najveće pojedinačne banke u SAD i Evropi su otprilike iste veličine, u pogledu ukupne aktive, a time i otprilike iste veličine u odnosu na njihove BDP. To znači da su najveće banke u evrozoni mnogo veće u odnosu na njihovu domaću ekonomiju, ili u odnosu na bilo koju pojedinačnu nacionalnu ekonomiju u regionu. Takođe, najveće banke u evrozoni imaju izgrađen visok stepen globalnog poslovanja. Ovo delimično objašnjava zašto one mogu da budu toliko velike u odnosu na BDP država-domaćina, ali to takođe čini njihov nacionalni nadzor i podršku sve problematičnijim.

Uprkos povećanju globalne bankarske aktivnosti tokom poslednjih nekoliko decenija, nadzor banaka i rešavanje problema solventnosti banaka su i dalje prevashodno nacionalne aktivnosti, čak i u evrozoni gde sredstva u istoj valuti mogu slobodno da se kreću preko granica. Stvaranje Evropskog nadzornog tela za bankarstvo (EBA) je centralizovalo neke funkcije, ali nadzor i fiskalna podrška se i dalje pružaju na nacionalnom nivou. Međutim, obezbeđenje likvidnosti je po svojoj prirodi aktivnost centralne banke, zato što samo centralna banka može odmah da obezbedi onoliko likvidnosti koliko je potrebno. U teoriji, to znači da ECB treba da obezbeđuje likvidnost banaka u evrozoni. Međutim, ECB nema zakonsku obavezu da služi kao zajmodavac u krajnjoj instanci.

U 2007. godini, problemi sa likvidnošću su se pojavili i u SAD i u Evropi. Cene nekretnina u SAD su počele da opadaju, i vrednost sredstava vezanih za američke hipoteke je postala diskutabilna. Banke u Evropi i SAD su se suočile sa velikim gubicima i rastućom neizvesnošću o kvalitetu svojih sredstava, što je uticalo na to da za njih postane sve teže da se zadužuju. Jedan od pokazatelja poteškoća sa kojima su se banke suočile u pronalaženju sredstava je razlika, ili spread, između kamatne stope koje banke naplaćuju jedna drugoj za kratkoročna sredstva i „sigurne“ stope. Na bankarskom tržištu evrozone, najznačajniji je Euribor-Eonia svop spread. On je porastao u 2007. godini i početkom 2008. godine, a zatim je imao oštar porast naviše u jesen 2008. godine posle stečaja banke Lehman Brothers.



Grafikon 54: Kretanje Euribor-Eonia svop spreda (u procentnim poenima)

Izvor: EBF.

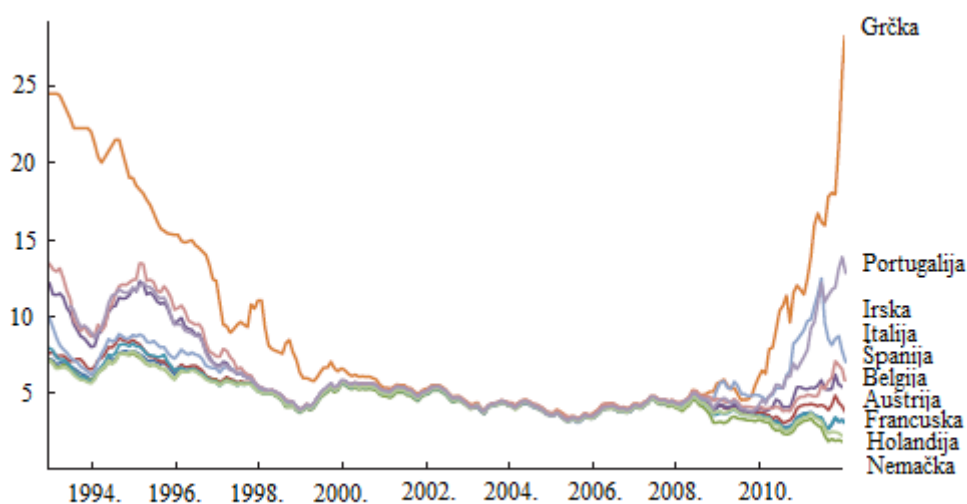
Centralne banke i u SAD i u Evropi su pokušale da reše ove probleme na nekoliko načina. Kao prvo, smanjile su kamatne stope koje su naplaćivale bankama za pozajmljivanje od njih. Kao drugo, mnoge centralne banke su dramatično povećale iznose aktive koju su držale na svom bilansu stanja i iznose kredita koje su davale bankarskom sektoru. Kao treće, zbog posebnih poteškoća sa kojima su se suočile banke koje nisu bile američke a kojima su bila potrebna sredstva u dolarima (zato što su pozajmle sredstva na kratak rok u dolarima i držale nelikvidnu aktivu SAD), dogovoren je određen broj „svopova likvidnosti“ pri čemu su FED obezbedile sredstva u dolarima drugim centralnim bankama, što je zauzvrat pružilo kolateral FED. Ovo je omogućilo ECB i drugim centralnim bankama koje nisu bile američke da obezbede sredstva u dolarima, direktno njihovim bankama kojima su bila potrebna.

Gubici koji su izazvali probleme sa likvidnošću su takođe doprineli generisanju problema sa solventnošću. Banke evrozone su zahtevale niz paketa pomoći i garancija i bore se sa podkapitalizacijom. Bankarska kriza se prvo pojavila u Irskoj, ali se proširila u evrozoni zbog sve veće zabrinutosti zbog solventnosti suverenih država.

2) krizom suverenog duga

Određene države su se suočile sa porastom prinosa na obveznice i izazovima vezanim za finansiranje. Sve problematične države su pre ulaska u EMU imale visoke spreadove na obveznice države sa rokom od 10 godina u odnosu na Nemačku. To je bila posledica tržišnih očekivanja o visini inflacije i depresijaciji deviznih kurseva. Prema tome, tržište je kažnjavalo neodgovornu fiskalnu politiku kroz rast premija na inflatorni i valutni rizik. Ulazak u EMU je za sve države značio snižavanje spreda. Iako su fiskalne performanse pojedinih država bile loše, tržište je ocenilo rizik države znatno manjim, smatrajući da će okruženje EMU da donese dugoročno održivu fiskalnu politiku. Finansijska kriza je pokazala slabosti makroekonomske politike koju su vodile države na jugu Evrope, pre svega Grčka. Javila se sumnja u sposobnost Grčke da uredno izmiri obaveze po osnovu velikog javnog duga i spreadovi su se ponovo povećali. Ovog puta veći spreadovi nisu odražavali razlike u inflaciji i promene kursa, već različitu

percepciju rizika neizmirenja obaveza po osnovu suverenog duga. Fiskalna pozicija svih članica EMU je pogoršana, kao posledica smanjenja fiskalnih prihoda usled krize i velikih troškova spasavanja finansijskih institucija. Prosečni spreadi većine država su povećani 3-4 puta u odnosu na Nemačku. To znači da su obveznice koje je emitovala Nemačka država predstavljale sigurniju alternativu u odnosu na rizičnije plasmane u obveznice ostalih država evrozone. Najviše je povećan spread na državne obveznice Irske – skoro 10 puta.



Grafikon 55: Spread na suvereni dug (u procentnim poenima)

Izvor: Eurostat.

Zabrinutost tržišta za sposobnost Grčke da izmiri ogromne obaveze je dovela do rasta spreda ne samo na državne obveznice, već i na CDS, odnosno ugovore koji služe za osiguranje od rizika neizmirenja obaveza po osnovu obveznica suverenog duga. S obzirom na ogroman rast Grčkog spreda, Reuters je prestao da objavljuje njegove kotacije³⁰⁸.

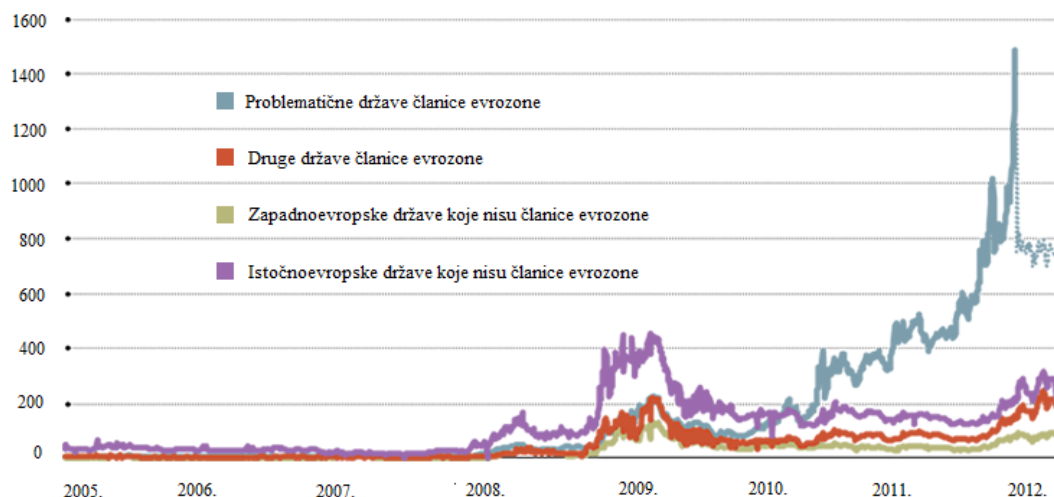
Sledeći grafikon prikazuje petogodišnji spread na CDS, u Evropi od 2005. godine. Države su podeljene u četiri grupe: problematične države članice evrozone: Portugalija, Italija, Irska, Grčka, Španija, Kipar, druge države članice evrozone: Austrija, Belgija, Estonija, Finska, Francuska, Nemačka, Malta, Holandija, Slovačka, Slovenija, zapadnoevropske države koje nisu članice evrozone: Velika Britanija, Švedska, Norveška, Danska, i istočnoevropske države koje nisu članice evrozone: Poljska, Mađarska, Rusija, Letonija, Rumunija, Češka, Hrvatska, Litvanija, Bugarska (uz napomenu da su neke od tih država u međuvremenu postale članice evrozone).

Pre krize, spreadovi na CDS su bili mali za sve referentne države, što pokazuje da su investitori smatrali da je malo verovatno da će doći do neizvršenja (nevraćanja dugova) od strane ovih država. Kada je počela finansijska kriza u 2008. godini se povećao spread na CDS za sve navedene grupe država. Od početka krize, očigledno je da su investitori postali sve oprezniji kada je reč o problematičnim državama evrozone.

³⁰⁸ Fontana, A., Scheicher, M., (2010), »An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds«, Working Paper 1271, www.ecb.int. Str.: 12.

Njihovi spreadovi na CDS su nastavili da se povećavaju i dostizali su nove najviše vrednosti u svakom kvartalu. Ove države imaju povišen nivo duga, i investitori imaju malo poverenja u sposobnost ovih država da servisiraju svoje dugovne obaveze.

Bazni poeni



Grafikon 56: Petogodišnji spread na CDS (u baznim poenima)

Izvor: Bloomberg.

Napomena: Podaci za Grčku nisu dostupni nakon septembra 2011. godine, pa je zbog toga na grafikonu prikazana isprekidana linija i pad spreda.

Dužnička kriza je počela u Grčkoj u novembru 2009. godine, kao rezultat nepovoljnih očekivanja tržišta usled značajnog pogoršanja makroekonomskih performansi države. Odatle se proširila na druge članice EMU, pre svega Portugaliju, Irsku i Španiju. Prema hipotezi o konvergenciji trgovine, tržišta su vrednovala samo najbolji scenario pune konvergencije, iako su se konstantno pogoršavale makroekonomske performanse južnih članica³⁰⁹. Izostao je očekivani pritisak tržišta na nedisciplinovane članice, kao i efikasan nadzor makroekonomskih performansi. Posledica je bila sve izraženija ekonomska divergencija i promena ponašanja tržišta. Percepcija rizika se menja, tržište vrednuje makroekonomske performanse i kažnjava postojeće neravnoteže. Iz tog razloga se ni u budućnosti ne očekuje velika konvergencija spreadova, sve dok postoje značajne makroekonomske neravnoteže unutar EMU.

Tabela 18: Dug opšte države (% BDP)

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Evrozona (19 država)									85,8	89,1	90,9	91,9
Austrija	65,5	64,8	68,3	67	64,8	68,5	79,7	82,4	82,1	81,5	80,9	84,5
Belgija	101,2	96,6	94,7	90,7	86,8	92,2	99,2	99,5	102	103,8	104,4	106,5

³⁰⁹ Arghyrou, M. G., Kontonikas, A., (2010), »The EMU Sovereign-Debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion«, Economic Papers 436, <http://ec.europa.eu/>. Str.: 3.

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Estonija	5,6	5,1	4,5	4,4	3,7	4,5	7	6,5	6	9,7	10,1	10,6
Finska	42,8	42,7	40	38,2	34	32,7	41,7	47,1	48,5	52,9	55,8	59,3
Francuska	64,2	65,7	67,2	64,4	64,4	68,1	79	81,7	85,2	89,6	92,3	95
Grčka				116,9	115,0	122,5	138,3	157,3	171,3	156,9	175	177,1
Holandija	49,4	50	49,4	44,9	42,7	54,8	56,5	59	61,3	66,5	68,6	68,8
Irska	30,1	28,3	26,2	23,8	24	42,6	62,3	87,4	111,2	121,7	123,2	109,7
Italija	100,4	100	101,9	102,5	99,7	102,3	112,5	115,3	116,4	123,1	128,5	132,1
Kipar	63,6	64,7	63,4	59,3	54,1	45,3	54,1	56,5	66	79,5	102,2	107,5
Letonija	13,9	14,2	11,7	9,9	8,4	18,6	36,4	46,8	42,7	40,9	38,2	40
Litvanija		18,7	17,6	17,2	15,9	14,6	29	36,2	37,2	39,8	38,8	40,9
Luksemburg	6,4	6,5	6,3	7	7,2	14,4	15,5	19,6	19,1	21,9	24	23,6
Malta	69,1	72	70,1	64,6	62,4	62,7	67,8	67,6	69,7	67,4	69,2	68
Nemačka	63,2	64,9	67,1	66,5	63,7	65,1	72,6	80,5	77,9	79,3	77,1	74,7
Portugalija	58,7	62	67,4	69,2	68,4	71,7	83,6	96,2	111,1	125,8	129,7	130,2
Slovačka	41,5	40,6	33,8	30,7	29,8	28,2	36	40,9	43,4	52,1	54,6	53,6
Slovenija	26,7	26,8	26,3	26	22,7	21,6	34,5	38,2	46,5	53,7	70,3	80,9
Španija	47,6	45,3	42,3	38,9	35,5	39,4	52,7	60,1	69,2	84,4	92,1	97,7

Izvor: Eurostat.

Tabela 19: Budžetski deficit (-) i suficit (+) opšte države (% BDP)

Država	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Evrozona (19 država)									-4,1	-3,6	-2,9	-2,4
Austrija	-1,8	-4,8	-2,5	-2,5	-1,3	-1,4	-5,3	-4,5	-2,6	-2,2	-1,3	-2,4
Belgija	-1,8	-0,2	-2,6	0,2	0	-1,1	-5,5	-4	-4,1	-4,1	-2,9	-3,2
Estonija	1,8	2,4	1,1	2,9	2,5	-2,7	-2,2	0,2	1,2	-0,2	-0,2	0,6
Finska	2,4	2,2	2,6	3,9	5,1	4,2	-2,5	-2,6	-1	-2,1	-2,5	-3,2
Francuska	-3,9	-3,5	-3,2	-2,3	-2,5	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,8	-4,1	-4
Grčka									-10,2	-8,7	-12,3	-3,5
Holandija	-3	-1,8	-0,3	0,2	0,2	0,2	-5,5	-5	-4,3	-4	-2,3	-2,3
Irska	0,8	1,4	1,3	2,8	0,3	-7	-13,9	-32,5	-12,7	-8,1	-5,8	-4,1
Italija	-3,4	-3,6	-4,2	-3,6	-1,5	-2,7	-5,3	-4,2	-3,5	-3	-2,9	-3
Kipar	-5,9	-3,7	-2,2	-1	3,3	0,9	-5,5	-4,8	-5,8	-5,8	-4,9	-8,8
Letonija	-1,6	-1	-0,4	-0,6	-0,6	-4	-9	-8,1	-3,3	-0,8	-0,7	-1,4
Litvanija		-1,4	-0,3	-0,3	-0,8	-3,1	-9,1	-6,9	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7
Luksemburg	0,5	-1,1	0,2	1,4	4,2	3,3	-0,5	-0,5	0,4	0,1	0,9	0,6
Malta	-9,1	-4,4	-2,7	-2,6	-2,3	-4,2	-3,3	-3,3	-2,6	-3,6	-2,6	-2,1
Nemačka	-4,1	-3,7	-3,3	-1,5	0,3	0	-3	-4,1	-0,9	0,1	0,1	0,7
Portugalija	-4,4	-6,2	-6,2	-4,3	-3	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,6	-4,8	-4,5
Slovačka	-2,7	-2,3	-2,9	-3,6	-1,9	-2,4	-7,9	-7,5	-4,1	-4,2	-2,6	-2,9
Slovenija	-2,6	-2	-1,3	-1,2	-0,1	-1,4	-5,9	-5,6	-6,6	-4	-14,9	-4,9
Španija	-0,4	0	1,2	2,2	2	-4,4	-11	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,8

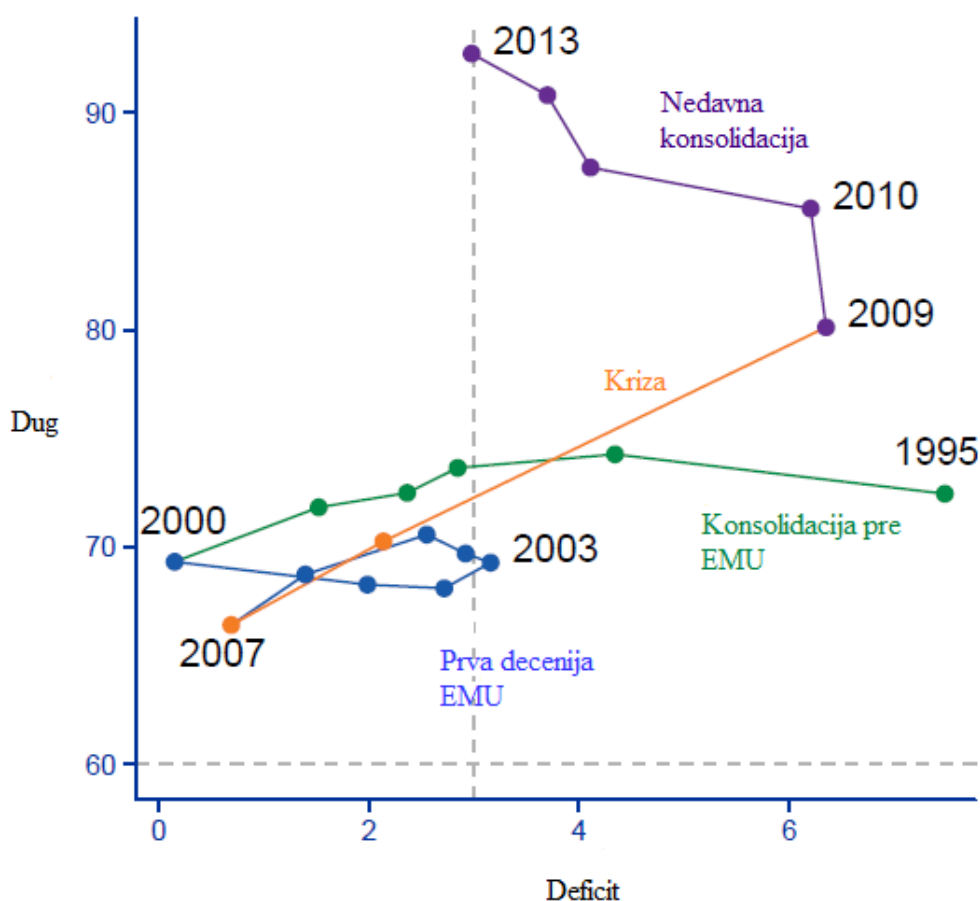
Izvor: Eurostat.

Iako su podaci o visini javnog duga i deficita budžeta za Grčku zabrinjavajući, u proseku u državama EMU fiskalna situacija je više održiva nego u SAD, Velikoj Britaniji i Japanu. S obzirom na to da je evrozona solventna, sa dugom u odnosu na BDP koji je bio ispod 90% (kao što se vidi iz prethodne tabele), to povećanje spredova samo ukazuje na potencijalne probleme solventnosti u tim pojedinačnim državama.

Međutim, fiskalnu održivost u EMU komplikuju pravna i institucionalna ograničenja članstva koja su krucijalna za razumevanje aktuelne dužničke krize. Centralizovana monetarna politika i decentralizovana fiskalna politika nose potencijalni rizik povećanja motiva pojedinih članica za zaduživanje, zato što troškovi prevelikog javnog deficita mogu da se prenesu na druge države. Slabija fiskalna disciplina pojedinih članica može da ugrozi orijentaciju monetarne politike ECB na cenovnu stabilnost.

Ponovna konvergencija kamata na državne obveznice država na jugu Evrope zahteva poboljšanje njihove fiskalne pozicije i spoljne konkurentnosti. One moraju da povrate poverenje tržišta na taj način što će da dokažu da su posvećene poboljšanju svojih makroekonomskih performansi. Potrebne su realne i kredibilne strategije reformi i dokaz o nameri da se one sprovedu. U suprotnom, tržišta će i dalje da sumnjaju u mogućnost dugoročnog ostanka ovih država u EMU.

Budžetski deficit u evrozoni je dostigao najvišu vrednost u iznosu od 6,2% BDP u 2010. godini, pre nego što je smanjen na 2,4% BDP u 2014. godini³¹⁰. Iako javni dug nastavlja da se povećava, što je posledica mera koje su primenjene tokom krize, u 2014. godini u evrozoni je iznosio 91,9% BDP, što je dosta iznad nivoa na kom je bio pre krize.



Grafikon 57: Dug i deficit u evrozoni u periodu 1995.-2013. godina (% BDP)

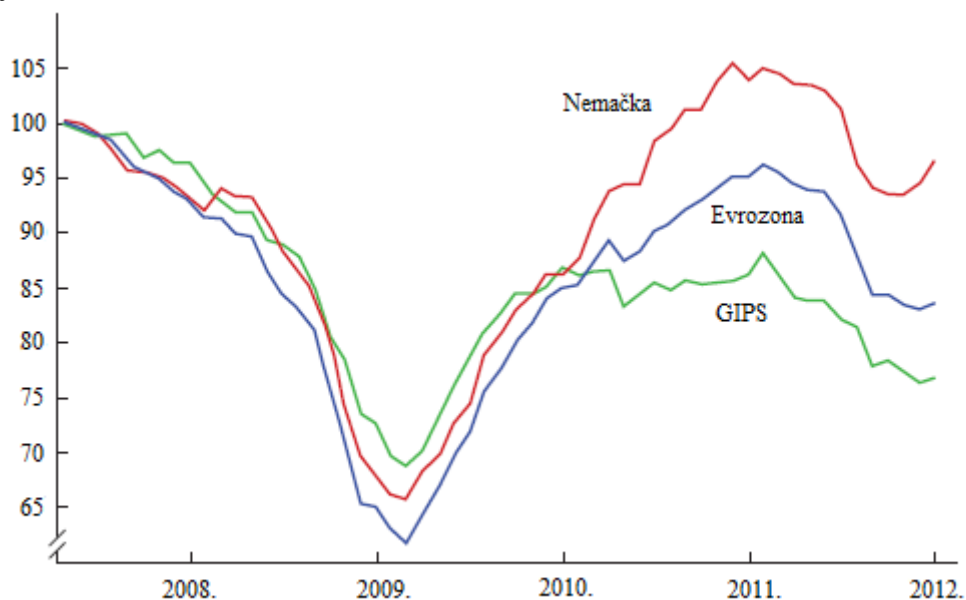
Izvor: Evropska komisija, ECB.

³¹⁰ Juncker, J.C., (2015), »Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area«, www.ec.europa.eu. Str.: 3.

3) krizom rasta

Ekonomski rast je usporen u evrozoni i nejednako raspoređen među državama. Evrozona je, zajedno sa najvećim delom ostatka sveta, izašla iz recesije u 2009. godini. Rast je ponovo otpočeo, i izgledalo je da se oporavlja od finansijske krize brže nego SAD ili Japan. Međutim, iako se nastavio oporavak, pojavili su se dokazi o problemu vezanom za distribuciju rasta u EMU. Ekonomsko raspoloženje tržišta evrozone (kombinacija poverenja potrošača i preduzeća, o kojem izveštava Evropska komisija) jasno demonstrira probleme (kao što je prikazano na sledećem grafikonu). Raspoloženje tržišta u Nemačkoj i prosek za države GIPS, su opali jedno za drugim tokom krize, a potom se oporavili jedno za drugim tokom 2009. godine. Evrozona je nastavila ovaj stalni napredak tokom 2010. godine, sa samo kratkim usporavanjem vezanim za prvu zabrinutost oko suverenog duga u proleće, ali je prosek za zonu prikrivao velike disparitete. Iako je ekonomsko raspoloženje tržišta u Nemačkoj bilo u porastu i do septembra 2010. godine je zapravo premašilo svoj vrhunac od pre krize, države GIPS su se zadržale na niskom nivou poverenja potrošača i preduzeća. Do početka 2011. godine, raspoloženje tržišta je svuda bilo u padu.

Maj 2007. = 100



Grafikon 58: Raspoloženje tržišta

Izvor: Evropska komisija.

Evrozona, u izvesnom smislu, ima dva aspekta krize rasta. Kao prvo, ekonomija u evrozoni raste sporo, kako bi smanjila nezaposlenost i podržala postojeći dug. Međutim, zbog suočavanja sa visokom stopom nezaposlenosti i recesijom, regionu je potreban brži rast. Istovremeno, distribucija rasta među državama članicama evrozone je neuravnotežena, i ekonomije koje su suočene sa najvećim pritiskom na tržištima obveznica imaju najsporiji rast. To znači da je za ove države vrlo verovatno da će da nastave da se bore sa dužničkim opterećenjem, zato što im je potreban rast da bi postale solventne.

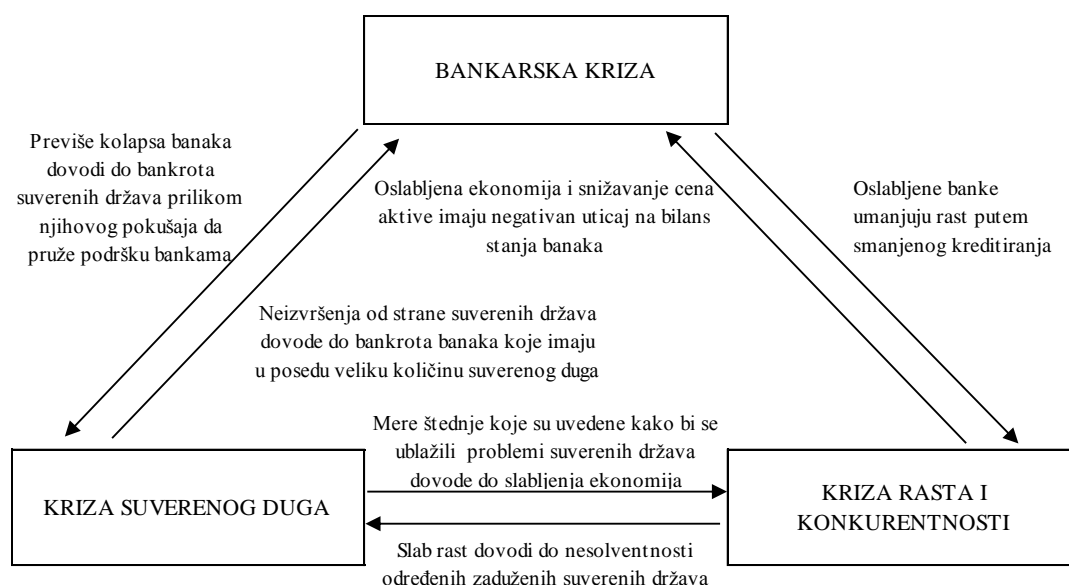
To je kriza konkurentnosti u južnoj Evropi³¹¹. Nakon uvođenja evra, podela na sever i jug Evrope je pooštrena, i primetne su sve veće razlike u troškovima rada i produktivnosti faktora proizvodnje. Nemačka je u prethodnom periodu sprovođila reforme kojima je ograničavala rast plata i podsticala produktivnost, zahvaljujući čemu je ona postala najkonkurentnija država u Evropi. Sa druge strane, sa uvođenjem evra države juga su odustale od neophodnih strukturnih reformi. Visoke stope rasta početkom decenije su uticale na brži rast plata, naročito u javnom sektoru, u odnosu na spoljnotrgovinske partnere. Time su povećale javnu potrošnju i značaj javnog sektora.

Od uvođenja evra, došlo je do značajnih izmena u realnom deviznom kursu država članica evrozona, odnosno u njihovoj relativnoj konkurentnosti. U periodu od 1999. do 2007. godine, harmonizovani indikator konkurentnosti (*Harmonised Competitiveness Indicator - HCI*) koji je objavio Eurostat je povećao vrednost za skoro 23% u Irskoj, oko 15% u Španiji, i skoro 10% u Portugaliji i Grčkoj, dok je ostao praktično nepromenjen u Austriji, Finskoj i Nemačkoj. Posmatrajući kumulirane promene pozicija na tekućem računu u istom periodu, primetno je povećanje suficita za oko 6% BDP u Nemačkoj i Austriji, kao i povećanje deficita tekućeg računa za oko 6% BDP ili više u Irskoj, Španiji, Portugaliji i Grčkoj. ECB je u više navrata upozorovala na takve kontinuirane neravnoteže.

Ta neravnoteža rasta se često opisuje kao problem neravnoteže na tekućem računu u okviru evrozona. U tom kontekstu, glavni problem u državama GIIPS je njihov veliki deficit tekućeg računa pre krize i njihovo nagomilavanje ukupnog duga (ne samo javnog duga), posebno duga prema strancima (spoljnog duga). Deficit tekućeg računa i kriza rasta su jasno povezani. Neravnoteža tekućeg računa je verovatno ukazala na probleme konkurentnosti na periferiji. Čak i ako se pretpostavi da su te neravnoteže prvenstveno odraz tokova kapitala, a ne nedostatka konkurentnosti koji je prethodio, prilivi kapitala su uticali na povećanje cena, što je uticalo na to da države koje su primile kapital kasnije postanu manje konkurentne. Pored toga, pošto su cene porasle u perifernim državama, njihove realne kamatne stope su pale u odnosu na one u ostatku evrozona, i na taj način su podstakle još veće zaduživanje.

Navedene tri krize su međusobno povezane na više načina: problemi slabih banaka i velikog suverenog duga se međusobno pojačavaju, a kod oba dolazi do pogoršanja usled slabog rasta, ali takođe zauzvrat ograničavaju rast. Kao prvo, količina suverenog duga koji je u posedu banaka u evrozoni je toliko velika, da ukoliko neka od dužnički opterećenih država GIIPS ne može da otplati svoje dugove, bankarski sistem u celini postaje nesolventan. Kao drugo, a i u isto vreme, pokušaji fiskalnih mera štednje, kako bi se ublažili problemi zbog opterećenosti suverenim dugom, usporavaju rast. Međutim, bez rasta, posebno u opterećenim državama, kriza suverenog duga će da se nastavi. I na kraju, produženje problema vezanog za banke može da prouzrokuje bankrot određenih suverenih država, koje su već opterećene pružanjem podrške bankama u okviru njihovih nadležnosti, i propadanje ovih banaka može da dovede do isprekidanog kreditnog kanala, što bi zauzvrat moglo da postane dodatno ograničenje za rast. Sledeći grafikoni prikazuju međupovezanost objašnjene tri krize.

³¹¹ Matthijs, M., (2011), »Not Just a German Problem: Lessons from the EMU Sovereign Debt Crisis for Global Adjustment«, <http://crookedtimber.org/>.



Grafikon 59: Tri krize evra

Izvor: Shambaugh, J.C., (2012), »The Euro's Three Crises«, *Brookings Papers on Economic Activity*. Str: 162-173.

Tri dimenzije krize uzajamno deluju na način koji stvara „političku zamku“ u kojoj je politički konsenzus otežan zbog pogrešne dijagnoze krize, čime se odlaže primena neophodnih mera politike.

8.4. PROBLEM INTERPRETACIJE KRIZE

Globalna finansijska kriza je postala specifična za evrozonu u oktobru 2009. godine, kada je grčka vlada identifikovala ozbiljan fiskalni deficit. Od jeseni 2009. nadalje, evrozona se našla u ekonomskoj krizi koja se transformisala u socijalnu i političku krizu. U problematičnim periodima, postojeći modeli se obično nađu pod pritiskom i dolazi do osporavanja političkih mera. Krize podstiču institucionalne promene, promene vezane za mere politika i političke promene, koje ostavljaju značajne posledice. Države članice EU i evrozone su morale da se uključe u proces kolektivnog dekodiranja krize i problema koje je stvorila, s obzirom na jake i konstantne signale koji stižu sa finansijskih tržišta, od agencija za kreditni rejting i međunarodnih partnera Evrope. Kriza je dovela do velikog neslaganja unutar evrozone, između država članica koje su zajmodavci i zajmoprimci, odnosno jezgra i periferije Evrope. Način na koji je kriza interpretirana je imao veliki uticaj na izbor instrumenata i mera politike.

Politički akteri ne reaguju samo na krizu, nego identifikuju i definišu krizu kroz naraciju i diskurs, koji su od ključnog značaja³¹². Formulisanje krize je krucijalno za upravljanje krizom, zato što definisanje suštine krize predstavlja osnovu za definisanje odgovarajućih strategija za rešavanje krize³¹³. Takođe, prikrivanje određenih dimenzija

³¹² Hay, C., (1996), »Narrating Crisis: The Discursive Construction of the Winter of Discontent«, *Sociology*, 30 (2): 253 – 277. Str.: 255.

³¹³ Hart, P., (1993), »Symbols, Rituals and Power: The Lost Dimensions of Crisis Management«, *Journal of Contingencies and Crisis Management* 1 (1): 36–50. Str.:41.

krize može da ima važnu ulogu u upravljanju krizom, zato što politički akteri nastoje da umanje obim problema i sakriju od javnosti krucijalne aspekte krize.

Finansijska kriza predstavlja poseban izazov za političke aktere zato što finansijska tržišta funkcionišu u skladu sa potpuno drugačijim vremenskim ciklusom u odnosu na politiku, pa ukoliko dođe do urušavanja finansijskog sistema, troškovi za ekonomiju i društvo bivaju visoki i produženi. Nesmetano funkcionisanje finansijskog sistema se podrazumeva u okviru funkcionalne tržišne ekonomije i savremenog društva. Ozbiljan pritisak i tenzije u finansijskom sistemu izazivaju panike, manije i povećanje nesigurnosti³¹⁴. Iz tog razloga, prilikom rešavanja finansijske krize, politički akteri funkcionišu u senci panike i straha i u kontekstu finansijskih tržišta na kojima su zastupljeni nervoza i nesigurnost. Investitori zahtevaju od političkih aktera da im pruže ubedljivu naraciju da bi znali šta da rade i da bi mogli da se izbore sa problemima; učesnici na tržištu žele da budu uvereni da nema potrebe za nastankom panike.

Pored meta-naracije o krizi, prateći problemi vezani za mere politike koji su nastali tokom krize nisu predstavljeni na političkoj agendi sa jasnom definicijom šta je u pitanju i koja sporna pitanja treba da se rešavaju. Problemi vezani za mere politike, se ne podrazumevaju, i nisu samo bitne činjenice u datoj situaciji, već zavise od interpretacije i socijalne definicije³¹⁵. Sporna pitanja moraju da budu otkrivena i protumačena kao problem, pre nego što privuku političku pažnju³¹⁶. Kada i pod kojim uslovima se sporno pitanje pretvara u stavku na političkoj agendi ima posledice na to kako se problem prikazuje i rešava. Neke karakteristike problema mogu da budu istaknute, dok druge dobijaju manje pažnje³¹⁷.

Od krucijalnog značaja su³¹⁸:

- 1) meta-naracija krize
- 2) formulisanje problema.

To podrazumeva definisanje spornih pitanja koja su identifikovana od strane ključnih institucija kao ona koja zahtevaju rešavanje.

Problem suverenog duga je predstavljao i centralno sporno pitanje u naraciji krize i formulisanju problema. Evropske institucije su otkrile probleme u evrozoni, razvile naraciju o krizi i definisale sporna pitanja koja treba da se reše u periodu od jeseni 2009. godine nadalje. Razvoj formulacije problema je povezan sa različitim periodima. Fokus je na dva osnovna pitanja:

- 1) kako je kriza protumačena od strane ključnih evropskih institucija i koja sporna pitanja su bila krucijalna za formulisanje prilikom razvoja krize?
- 2) šta je prikriveno u procesu formulisanja problema?

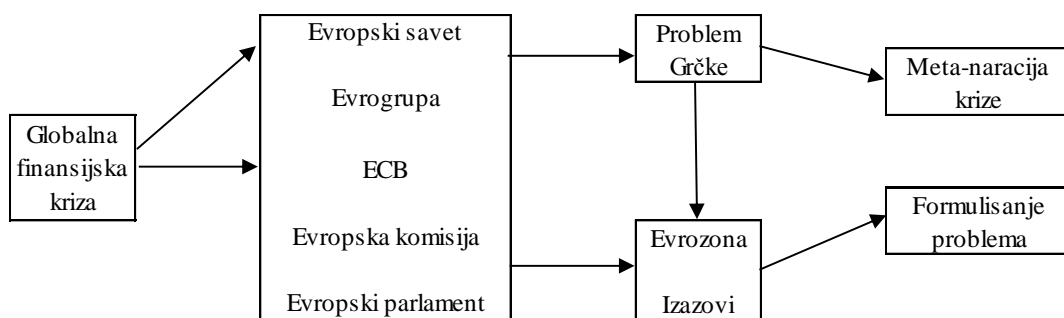
³¹⁴ Cassis, Y., (2011), *Crises and Opportunities: The Shaping of Modern Finance*, Oxford University Press, Oxford.

³¹⁵ Cobb, R. W., Elder, C. D., (1983), *Participation in American Politics: The Dynamics of Agenda Building*, John Hopkins University Press, Baltimore. Str.: 172.

³¹⁶ Jones, B. D., Baumgartner, F. R., (2005), *The Politics of Attention: How Government Prioritizes Problems*, University of Chicago Press, Chicago.

³¹⁷ Cobb, R. W., Ross, M. H., (1997), *Cultural Strategies of Agenda Denial: Avoidance, Attack and Redefinition*, University of Kansas Press, Kansas.

³¹⁸ Laffan, B., (2015), »Framing the Crisis, Defining the Problems: Decoding the Euro Area Crisis«, u Schweiger, C., Magone, J. M., *The Effects of the Eurozone Sovereign Debt Crisis: Differentiated Integration between the Centre and the New Peripheries of the EU*, Routledge, New York, 8-22. Str.: 10.



Grafikon 60: Institucionalne arene

Izvor: Laffan, B., (2015), »Framing the Crisis, Defining the Problems: Decoding the Euro Area Crisis«, u Schweiger, C., Magone, J. M., *The Effects of the Eurozone Sovereign Debt Crisis: Differentiated Integration between the Centre and the New Peripheries of the EU*, Routledge, New York, 8-22. Str.: 10.

Dve institucionalne arene na nivou EU su došle do izražaja u dekodiranju krize i pratećih problema. Dizajn jedinstvene valute je odredio koje institucije će da imaju glavnu ulogu u dekodiranju krize, a u njih spadaju:

- 1) Evropski savet 28 država članica EU ili njegov podskup, predsednici država i vlada (*Heads of State and Government - HoSG*)
- 2) ECB.

U okviru Evropskog saveta, nemačka kancelarka Angela Merkel je bila dominantna politička predstavica. Tokom različitih faza krize, kancelarka je intenzivno radila sa francuskim predsednikom Nikolom Sarkozijem, kroz bilateralne kanale. Međutim, Nemačka je bila dominantna sila zbog veličine i performanse njene ekonomije, s jedne strane, i njene snažne prednosti u vezi ekonomskog upravljanja, s druge strane. Savet ministara finansija EU (ECOFIN) i Evrogrupa su se bavili detaljnim tehničkim radom, pod rukovodstvom HoSG. Savet ministara, kao ni Evropska komisija ili Evropski parlament, nije određivao agendu vezanu za krizu evra. Komisija je, kao i ministari finansija, u velikoj meri delovala pod rukovodstvom HoSG. Samo su Evropski savet i ECB mogli da formulišu problem, deluju ili izazovu akciju. Evropski centralni bankari su radili kroz ECB i HoSG su bili centralni akteri u Evropskom savetu i Evro samitima. ECB je bila odgovorna za „M“ - monetarnu politiku u EMU, a HoSG, koji su predstavljali nacionalne vlade, su bili odgovorni za „E“ - ekonomske mere politike. Obe institucije su bile složene i uključivale su aktere na nacionalnom i EU nivou. Predsednik ECB je bio njen glavni portparol i primarni sagovornik HoSG. Evropski savet i Evro samiti su bili centralni organi za kolektivan odgovor nacionalnih vlada. HoSG su razmatrali krizu evra u okviru mnogo različitih institucionalnih arena, na domaćem nivou i bilateralno sa partnerima, ali je njihov kolektivni odgovor bio sadržan u formalnim izjavama i zaključcima sa njihovih zajedničkih sastanaka. Odgovor na krizu i upravljanje krizom unutar evrozona su bili koncentrisani i hijerarhijski, za razliku od zakonodavnog sistema EU koji odlikuje više pristupnih tačaka i u kom Evropska komisija ima centralnu ulogu³¹⁹. Dve glavne organizacije su bile od fundamentalnog značaja za razvoj meta-naracije krize i formulisanje problema. To je bila koordinativna

³¹⁹ Princen, S., (2009), *Agenda-Setting in the European Union*, Palgrave Macmillan, London.

sfera u kojoj su politički akteri generisali ideje o krizi i njenim pratećim problemima³²⁰. Meta-naracija i formulisanje problema su se zajedno razvijali u ranoj fazi krize, dok su se države članice evrozone i ECB suočavale sa transformacijom globalne finansijske krize u krizu evrozone.

EU je na efikasan način upravljala ranom fazom globalne finansijske krize početkom 2007. godine, ali se borila sa upravljanjem krizom od jeseni 2009. godine nadalje³²¹. Veliki izazov za evropske političke aktere u jesen 2009. godine je bio da priznaju da su postojali ozbiljni problemi koji treba da se reše. Samo malo ranije, EU je proslavila desetogodišnjicu uvođenja evra u sjajnim uslovima. Evropska komisija je 2008. godine u komunikaciji sa Evropskim parlamentom zaključila da je evro bio „ogroman uspeh“ i da je poboljšao evropsku otpornost protiv negativnih spoljašnjih dešavanja. Pored toga, kada je globalna finansijska kriza počela 2007. godine i kada se intenzivirala nakon kolapsa banke Lehman Brothers, kriza je interpretirana kao problem anglo-saksonskog modela kapitalizma, umesto kao kriza koja može da dovede u pitanje dizajn i opstanak evra. Tek u maju 2010. godine su HoSG u potpunosti priznali da postoji kriza, kada su dali izjavu nakon prvog grčkog spasavanja. Mesec dana kasnije, u zaključku Evropskog saveta, oni su se ponovo pozvali na svetsku finansijsku krizu, umesto da priznaju da se globalna kriza pretvorila u krizu evrozone. Percepcija elita o uspehu evra i odsustvo finansijske krize u Zapadnoj Evropi u posleratnom periodu, su uticali na generalno mišljenje o verovatnoći nastanka krize u evrozoni. Kada se pojavila kriza, postojao je inicijalni period poricanja, pre nego što su se države članice evrozone i ECB suočile sa brzim razvojem problematične situacije. Tokom krize, predsednik ECB, Žan Klod Triše, je odlučno izjavio da to nije kriza evra, nego da je to „kriza vezana za probleme javnih finansija određenog broja država evrozone“³²². Takođe, Triše je u drugom intervjuu izjavio da „trenutno postoje značajni problemi vezani za finansijsku stabilnost, prouzrokovani lošim javnim finansijama. Ali ovi problemi su u nadležnosti dotičnih vlada. Svaka vlada treba da se postara da je „njena kuća u redu“³²³. Upitan o generalnom nezadovoljstvu vezanom za evro, Triše je rekao da on ne misli da se „kritika odnosi na jedinstvenu valutu, zato što ona predstavlja jasan uspeh“³²⁴.

Ono što je u početku interpretirano kao grčki problem koji treba Grčka da reši, pretvorilo se u problem evrozone u prvoj polovini 2010. godine. Sporno pitanje Grčke je bilo dominantno u diskusijama u evrozoni do prvog spasavanja u maju 2010. godine i vratilo se na agendu u proleće 2011. godine kada je postalo jasno da prvi paket za spasavanje nije uspeo. Iako je grčki problem počeo da se pojavljuje na agendi EU, još uvek nije bilo dokaza ni da su institucije EU i države članice evrozone shvatile opasnost, niti da su spremne da reaguju u tom trenutku. Na Evropskom savetu u

³²⁰ Schmidt, V., (2002), »Does Discourse Matter in the Politics of Welfare State Adjustment?«, *Comparative Political Studies* 35(2): 168–193.

³²¹ Schelke, W., (2011), »A Tale of Two Crises: The Euro Area in 2008/09 and in 2010«, *European Political Science* 10(3): 375–383.

³²² European Central Bank, (2011), »Interview by Jean-Claude Trichet, with Das Bild, published 15 January 2011«, www.europa.eu.

³²³ European Central Bank, (2011), »Interview by Jean-Claude Trichet, with Financial Times Deutschland, published 18 July 2011«, www.europa.eu.

³²⁴ European Central Bank, (2011), »Interview by Jean-Claude Trichet, with El País, published 15 May 2011«, www.europa.eu.

decembru 2009. godine, švedski premijer je izjavio da je situacija bila „u suštini domaći problem koji mora da se reši domaćim odlukama“³²⁵.

U januaru 2010. godine, Martin Volf je u članku u Financial Times-u predstavio razvoj situacije kao grčku tragediju, ističući da su problemi Grčke ekstremni³²⁶. Evrozona nije bila spremna da se suoči sa stečajem Grčke koji se nazirao, zbog pravila o zabrani spasavanja i velike nepopularnosti takvih spasavanja u državama zajmodavcima. Situacija u Grčkoj se pogoršala u tolikoj meri da je sastanak Evropskog saveta, koji je 11. februara sazvaio novi predsednik Evropskog saveta, Herman Van Rompui, da bi se prodiskutovalo o evropskom dugoročnom ekonomskom i socijalnom programu, postao prva od mnogih izjava HoSG o problemima u evrozoni. Ovo je označilo evropeizaciju grčkog problema i početak formulacije problema unutar evrozone.

Tokom naredne dve godine, evrozona je indentifikovala četiri sporna pitanja za formulisanje problema³²⁷:

1) suvereni dug

S obzirom na to da se kriza evrozone prvo manifestovala u Grčkoj koja je imala ozbiljan problem duga, glavna formulacija koja se pojavila i nastavila da postoji jeste da se evrozona suočava sa krizom suverenog duga.

2) prenošenje na podložne države

Iako je epicentar krize bio u Grčkoj, fokus je počeo da se premešta sa problema jedne države na zabrinutost vezanu za prenošenje krize na druge države članice evrozone. Potencijal za prenošenje krize, koji je mogao da potkopa makro-finansijsku stabilnost EU, je postao krucijalno sporno pitanje od maja 2010. godine nadalje. Investitori, analitičari i agencije za kreditni rejting su istakli države članice evrozone koje su bile podložne prenošenju krize - države GIIPS. Upotreba skraćenice PIIGS u medijima, iako nikada u zvaničnim dokumentima, je istakla ove države kao raskalašne.

3) sistemska opasnost

Strah od raspada EMU je bio izražen u prvoj nedelji maja 2010. godine kada su države članice evrozone postigle dogovor vezan za spasavanje Grčke. Svi indikatori, spreadovi na državne obveznice, spreadovi na CDS i međubankarsko tržište, su ukazali na akutne finansijske nestabilnosti i zabrinutost o budućnosti evra.

4) ekonomsko upravljanje (evrozonom)

Grčka, najslabija karika u evrozoni, je otkrila nedostatke jedinstvene valute, kada su istaknute krhotine u njenom institucionalnom i političkom dizajnu. Glavni fokus, vođen od strane Nemačke i ECB, nije bio samo na rešavanju trenutne krize već i na sprečavanju njenog ponovnog pojavljivanja. Ekonomsko upravljanje evrom je stavljeno na agendu kao sporno pitanje koje treba da se reši.

Peti problem je počeo da se pojavljuje na agendi dve godine nakon početka krize, ali do tada je suvereni dug bio ugrađen u meta-naraciju o krizi i predstavljao je ključnu komponentu formulisanja problema:

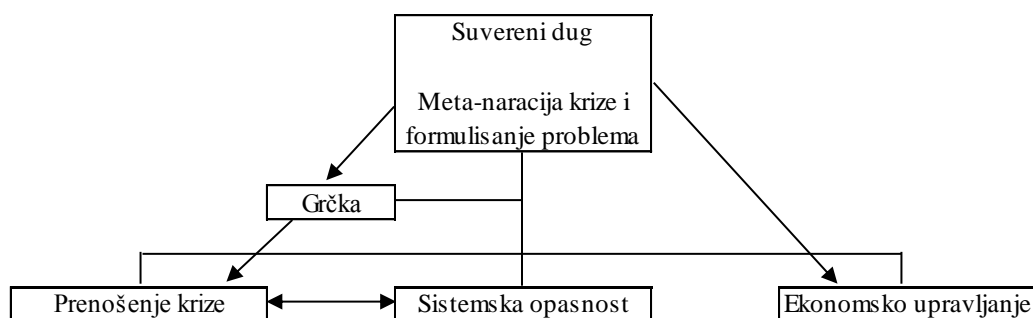
³²⁵ Lynn, M., (2011), *Bust: Greece the Euro and the Sovereign Debt Crisis*, Bloomberg, London. Str.: 130.

³²⁶ Wolf, M., (2010), »The Greek Tragedy deserves a Global Audience«, Financial Times, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/eeef5996-0532-11df-a85e-00144feabdc0.html>.

³²⁷ Laffan, B., (2015), »Framing the Crisis, Defining the Problems: Decoding the Euro Area Crisis«, u Schweiger, C., Magone, J. M., *The Effects of the Eurozone Sovereign Debt Crisis: Differentiated Integration between the Centre and the New Peripheries of the EU*, Routledge, New York, 8-22. Str.: 13-17.

5) rast.

Dominantan fokus na dugu, budžetskoj konsolidaciji i nadzoru, su istakli rast, u Evropskoj debati na najvišem nivou. Zbog pažnje koja je posvećena upravljanju kriznim situacijama i sprečavanju krize, efekti mera politike koje su vezane za smanjivanje rasta su se borili za mesto na agendi. Međutim, pogoršanje ekonomija na periferiji i socijalne posledice krize su primorale promene dominantnog okvira. Do oktobra 2011. godine, HoSG su istakli značaj rasta, ali je formulacija tog problema ostala potčinjena dugu i fiskalnom okviru, koji su preovlađivali tokom krize.



Grafikon 61: Meta-naracija krize evra i formulisanje problema

Izvor: Laffan, B., (2015), »Framing the Crisis, Defining the Problems: Decoding the Euro Area Crisis«, u Schweiger, C., Magone, J. M., *The Effects of the Eurozone Sovereign Debt Crisis: Differentiated Integration between the Centre and the New Peripheries of the EU*, Routledge, New York, 8-22. Str.: 13.

Meta-naracija krize i formulisanje problema su poslužili za prikriivanje dve značajne dimenzije krize³²⁸:

- 1) evropskog bankarskog sistema
- 2) uloge razvoja neravnoteže na tekućim računima, posebno od stvaranja evra, država članica evrozona

Naracija o fiskalnim neravnotežama i raskalašnosti je imala ulogu ozbiljne konceptualne blokade u evrozoni i sprečila je da se posveti ozbiljna pažnja dubljim strukturnim problemima, kao što su bankarstvo, neravnoteže tekućeg računa i fiskalni federalizam.

Rascep između država zajmodavaca i zamoprimaca, odnosno država jezgra i država periferije, je bio krucijalan za formulisanje krize i pratećih problema. Države koje su bile u centru krize, prvo Grčka, zatim Irska i Portugalija, su bile male, podložne prenošenju krize i zavisne, sa malo prostora za manevrisanje u pregovorima. Za Grčku, postojao je dodatni problem namernog prikriivanja nivoa duga godinama. Male periferne države su bile u poziciji da zahtevaju pomoć. Države koje ne mogu da se zadužuju na finansijskim tržištima su suočene sa ograničenim izborima - ili da prime pomoć ili da im ponestane novca. Neizvršenje koje je posledica ogromnog duga, donosi ozbiljne ekonomske i socijalne dislokacije. Države zajmodavci su htele da ograniče svoju

³²⁸ Laffan, B., (2015), »Framing the Crisis, Defining the Problems: Decoding the Euro Area Crisis«, u Schweiger, C., Magone, J. M., *The Effects of the Eurozone Sovereign Debt Crisis: Differentiated Integration between the Centre and the New Peripheries of the EU*, Routledge, New York, 8-22. Str.: 18-19.

izloženost zaduženim državama i nisu bili voljne da subvencionišu druge države koristeći novac poreskih obveznika.

Kada je kriza postala sistemska, kroz mogućnost prenošenja, Španija i Italija su se našle u centru problema. Iako su bile značajne države članice, nisu mogle da preokrenu naraciju ili mere politike, koji proizlaze iz evropskog sistema. Asimetrični odnos između država zajmodavaca i zajmoprimaca je prikrio osnovnu međuzavisnost kada se i banke uzmu u obzir. Evropske banke su htele da izbegnu ostvarenje gubitaka ili barem da izbegnu gubitke sve dok su mislile da bi njihovi bilansi mogli da apsorbuju te gubitke. Prikrivanje spornog pitanja vezanog za bankarski sistem i dominantan fokus na suverenom dugu je transformisalo ovu krizu u krizu između država članica evrozone i njihovih naroda, zajmodavaca i zajmoprimaca, a ne u krizu međuzavisnosti.

8.5. ODGOVOR NA KRIZU SUVERENOG DUGA U EVROZONI

Prema čuvenom citatu Žan Monea: „Evropa će biti iskovana tokom kriza, i biće zbir njihovih rešenja“³²⁹. Kreatori politike su rešavali problematičnu konstrukciju evrozone, odnosno problem nedovršene EMU, i radili su na evropskoj izgradnji institucija. Radi se i na novom ustavnom okviru, koji podrazumeva veću podelu suvereniteta i rizika i finansijske zaštitne mreže³³⁰.

Države članice EU i evrozone su kreirale sledeće mehanizme u okviru paketa pomoći³³¹:

1) Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost (*European Financial Stability Mechanism - EFSM*)

EFSM obezbeđuje podršku državama članicama EU koje imaju finansijske poteškoće. Ovim mehanizmom, Evropska komisija ima mogućnost da na finansijskom tržištu pozajmi do 60 milijardi evra u ime EU. Ta sredstva se dalje pozajmljuju državi članici koja pokriva sve troškove pozajmljivanja. Evropski budžet garantuje izmirenje obaveza u slučaju stečaja dužnika. Trajao je do 30. juna 2013. godine.

Ovaj mehanizam su koristile Irska i Portugalija, u ukupnom iznosu od 46,8 milijardi evra (22,5 milijardi evra za Irsku i 24,3 milijardi evra za Portugaliju).

U julu 2015. godine, EFSM je korišćen za pružanje kratkoročne pomoći (zajma za premošćivanje) Grčkoj u iznosu od 7,16 milijardi evra.

2) Evropski fond za finansijsku stabilnost (*EFSF*)

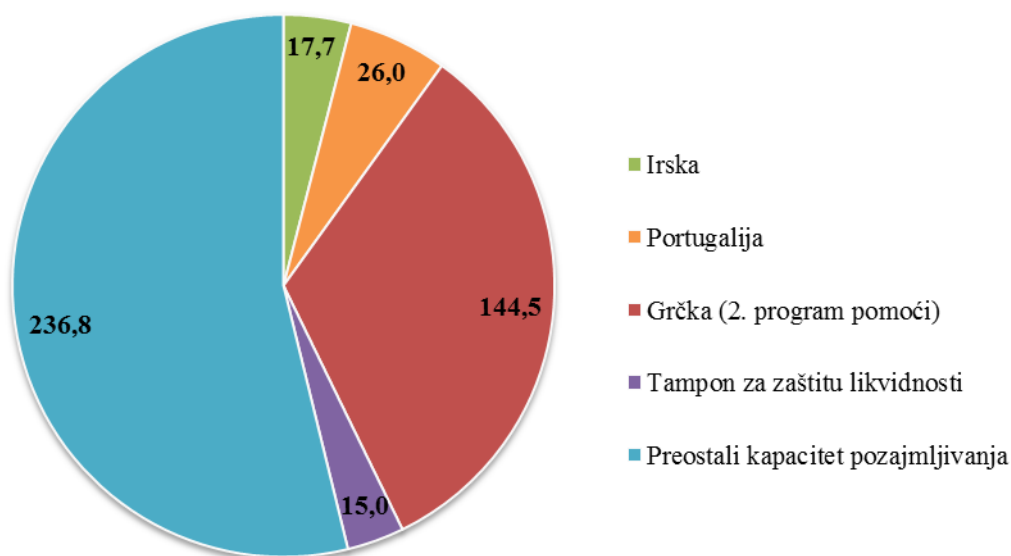
EFSF je kreiran kao privremeni krizni mehanizam od strane država članica u evrozoni 7. juna 2010. godine, sa sedištem u Luksemburgu. Pruža finansijsku pomoć državama članicama EMU na nekoliko načina: obezbeđuje kredite državama koje imaju finansijske probleme, interveniše na primarnom i sekundarnom tržištu duga (na sekundarnom tržištu intervencija je dozvoljena samo ako analiza ECB utvrdi postojanje vanrednih uslova na finansijskom tržištu i rizika po finansijsku stabilnost), finansira dokapitalizaciju finansijskih institucija kroz zajmove državi i deluje na osnovu programa predostrožnosti. Za finansiranje svojih aktivnosti EFSF emituje obveznice i druge dužničke instrumente na tržištu kapitala. Pokriven je garancijom članica EMU do iznosa od 780 milijardi evra i ima kapacitet pozajmljivanja od 440 milijardi evra. Agencije za kreditni rejting su EFSF dodelile najveći rejting (AAA). Da bi se EFSF aktivirao, data država treba da zatraži pomoć i dogovori sa Evropskom komisijom i

³²⁹ Monnet, J., (1978), *Memoirs*, Doubleday, Garden City, New York.

³³⁰ Mayer, J., (2012), »Forget Euro Breakup - Think Mutation«, Wall Street Journal, <http://www.wsj.com/>.

³³¹ <http://ec.europa.eu/>.

ECB program makroekonomskog prilagođavanja. Pomoć je strogo uslovljena, i data država će dobiti pomoć u vidu kredita ili kreditne linije (pa može po potrebi da povlači sredstva) ukoliko se nalazi u problematičnoj situaciji ili joj prete ozbiljni finansijski poremećaji zbog događaja koji su van njene kontrole. Obezbedio je finansijsku pomoć Irskoj, Portugaliji i Grčkoj, a iznosi su prikazani na sledećem grafikonu³³². Od 1. jula 2013. godine više nije mogao da učestvuje u novim finansijskim aranžmanima, ali je i nakon tog datuma ostao na snazi sve dok se ne izmire sve obaveze po tom osnovu.



Grafikon 62: ESFS raspodela kapaciteta pozajmljivanja (u milijardama evra)

Stanje na: 30.06.2015.

Izvor: Federal Ministry of Finance.

Međutim, EFSF je kreiran kao institucija sa specijalnom funkcijom (*Special Purpose Vehicle - SPV*), čija je svrha bila da se zadužuje u ime solventnih država evrozone i pozajmljuje drugim državam, koje su bile izbačene sa tržišta novca, čime bi se izbeglo neizvršenje državnih dugova³³³. Prilikom kreiranja EFSF, toksični derivati iz SAD su imali veliku ulogu, pa struktura EFSF može da se upoređi sa strukturom toksičnih CDO sa Volstrita. EFSF je pozajmljivao novac izdavanjem toksičnih evroobveznica - obveznica koje imaju identičnu strukturu kao CDO. Pored toga, ova vrsta političke intervencije omogućava bankama, osiguravajućim preduzećima, hedž fondovima, itd., da stvore novi oblik privatnog novca, tako da su se pored toksičnih evroobveznica EFSF pojavili i CDS.

3) Evropski stabilizacioni mehanizam (ESM)

ESM je novi stalni krizni mehanizam za države članice evrozone, koji je počeo sa radom 8. oktobra 2012. godine, sa sedištem u Luksemburgu. ESM izdaje dužničke instrumente da bi finansirao zajmove i druge oblike finansijske pomoći država članica

³³² <http://www.efsf.europa.eu/>.

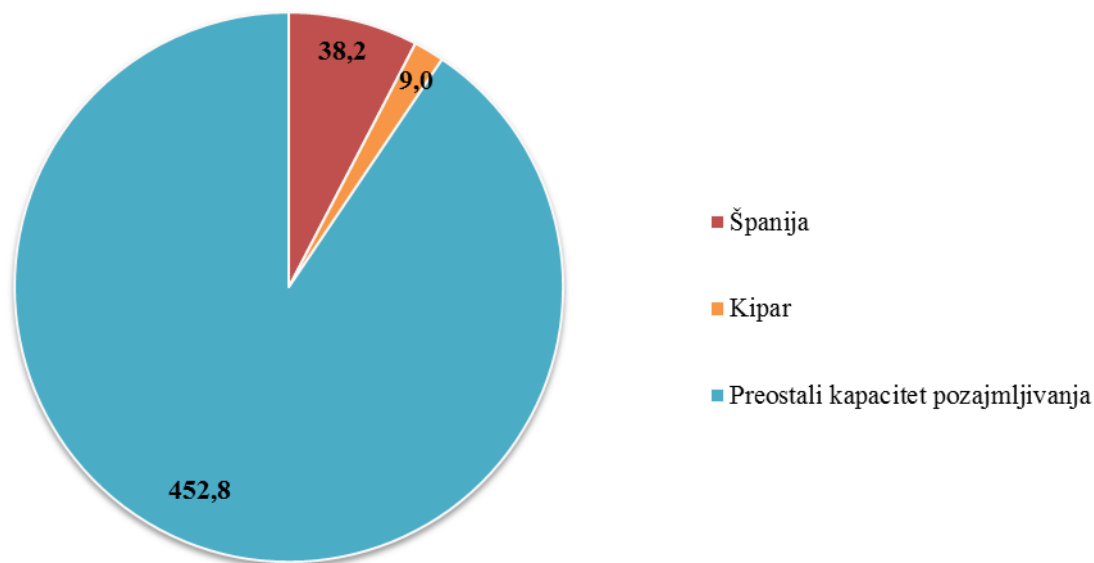
³³³ Varoufakis, Y., (2011), *The Global Minotaur: America, the True Origins of the Financial Crisis and the Future of the World Economy*, Zed Books, London. Str: 174-177.

evrozone³³⁴. Ukupan upisan kapital je u iznosu od 704,8 milijardi evra, od čega je osnivački kapital u iznosu od 80,5 milijardi evra i potpuno uplaćen kapital u iznosu od 624,3 milijardi evra. Da bi se limitiralo zaduživanje članica pod EFSF, pozajmice evrozone su ograničene na ukupno 500 milijardi evra. Zajmovi pod ESM su strogo uslovljeni kako bi se smanjio problem moralnog hazarda i da ne bi oslabili motivi članica za vođenjem zdrave fiskalne i drugih makroekonomskih politika. ESM će saradivati blisko sa MMF koji će biti uključen u sve faze odobravanja pomoći i nadzora u skladu sa sopstvenim procedurama³³⁵. Važnu ulogu imaće i ECB, koja će zajedno sa Evropskom komisijom i MMF da vrši analizu rizika za finansijsku stabilnost u evrozoni i dugoročne održivosti duga. ECB će učestvovati i u kreiranju programa makroekonomskog prilagođavanja i vršiće nadzor aktivnosti ESM. ESM obezbeđuje finansijsku pomoć u vidu zajmova (ESM podrška za stabilnost - *ESM Stability Support - ESS*) članicama EMU koje imaju ozbiljne finansijske probleme. Zajmovi su uslovljeni dogovorom i poštovanjem striktnog programa makroekonomskog prilagođavanja. Rokovi pozajmica zavise od prirode problema i procene kada će finansijska tržišta da budu ponovo dostupna datoj državi.

U izuzetnim slučajevima će ESM da kupuje obveznice date države na primarnom tržištu, apsorbujući neprodane hartije od vrednosti, kako bi se poboljšao pristup date države tržišnom finansiranju. Kako kretanja na primarnom tržištu zavise od kretanja na sekundarnom, ESM će u dužem roku da ima mogućnost da interveniše i na sekundarnom tržištu državnih obveznica, kako bi sprečila širenje krize na druge države u slučaju akutne tržišne nestabilnosti. ESM je ovlašćen da koristi sledeće instrumente: obezbeđenje zajmova u okviru programa makroekonomskog prilagođavanja, kupovinu duga na primarnom i sekundarnom tržištu duga, pružanje predostrožne finansijske pomoći u vidu kreditnih linija, finansiranje dokapitalizacije finansijskih institucija kroz zajmove vladama ESM članica i direktnu dokapitalizaciju finansijskih institucija.

³³⁴ <http://www.esm.europa.eu/>.

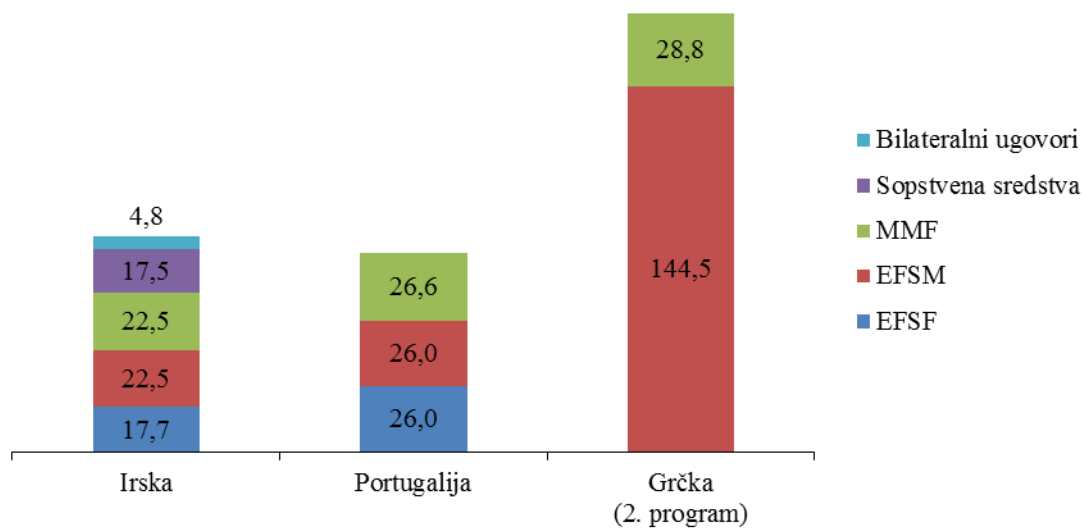
³³⁵ European Central Bank, (2011), »The European Stability Mechanism«, *ECB Monthly Bulletin* July 2011, <https://www.ecb.europa.eu>. Str.: 76.



Grafikon 63: ESM raspodela kapaciteta pozajmljivanja (u milijardama evra)

Stanje na: 30.06.2015.
Izvor: Federal Ministry of Finance.

Na sledećem grafikonu su prikazana ukupna isplaćena sredstva prema programima pomoći:

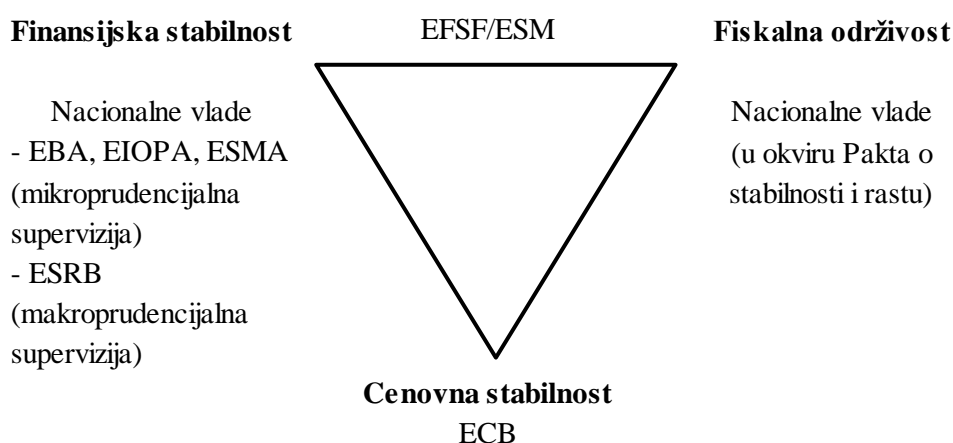


Grafikon 64: Isplaćeni programi pomoći (u milijardama evra)

Stanje na: 30.06.2015.
Izvor: Federal Ministry of Finance.

Veća saradnja za finansijski nadzor je uspostavljena nakon preporuka Lamfalusi komiteta. Uspostavljen je Evropski sistem finansijske supervizije (*European System of Financial Supervision - ESFS*), novi institucionalni koncept za poboljšanje koordinacije mikroprudencijalnog nadzora finansijskih institucija, kao i za uspostavljanje mikroprudencijalnih tela u svim državama članicama EU sa nadležnostima da postave okvir za procenu finansijskih rizika³³⁶. ESFS se sastoji od tri mikroprudencijalna autoriteta za superviziju finansijskih institucija i mreže nacionalnih finansijskih supervizora. Evropske supervizorske vlasti (*European Supervisory Authorities - ESA*) čine: Evropsko nadzorno telo za bankarstvo (*EBA*), Evropska uprava za hartije od vrednosti i tržišta (*ESMA*), Evropsko nadzorno telo za osiguranje i strukovno penzijsko osiguranje (*EIOPA*). Takođe, uspostavljen je Evropski odbor za sistemski rizik (*ESRB*) za makroprudencijalnu superviziju. To je nova koordinirajuća organizacija EU koja prati i procenjuje sistemske rizike i ranjivosti evropskog finansijskog sistema i daje preporuke i upozorenja za njihovo ograničavanje i ublažavanje.

Sledeći grafikon prikazuje institucionalnu strukturu koja preovladava u evrozoni. Za stabilnost cena je odgovorna ECB. Odgovornost za fiskalnu održivost je dodeljena vladama svake pojedinačne države koje su pod zajedničkim nadzorom. Takođe, za finansijsku stabilnost su zadužene pojedinačno i zajednički vlade u okviru predviđenih odgovornosti.



Grafikon 65: Monetarne, fiskalne i finansijske interakcije u EMU

Izvor: Cour-Thimann, P., Winkler, B., (2013), »The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure«, Working Paper 1528, www.ecb.int. Str.: 7.

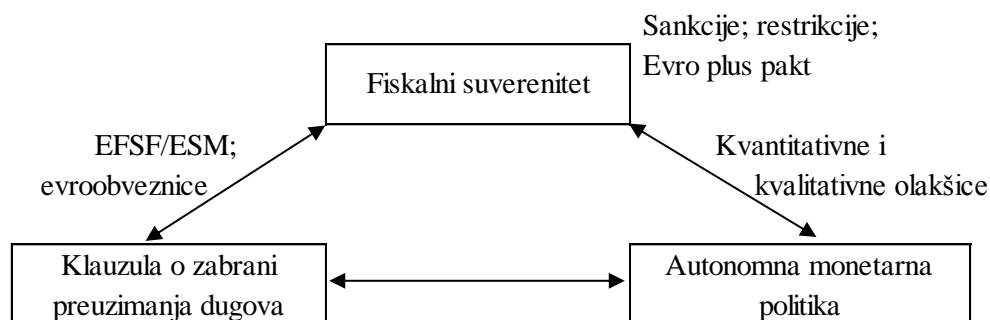
Pored toga, različite druge mere politike i reforme su primenjene u cilju rešavanja krize, koje su ranije u radu detaljno objašnjene. U njih spadaju: standardne i nestandardne mere monetarne politike od strane ECB - program tržišta hartija od vrednosti, trajne novčane transakcije, kvantitativne olakšice, negativne kamatne stope, hitne pomoći u likvidnosti, kao i različite fiskalne reforme - Evropski semestar, Paket šest, Paket dva, Fiskalni ugovor, itd. Ideja je bila da se omogući podela rizika u cilju

³³⁶ Cour-Thimann, P., Winkler, B., (2013), »The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure«, Working Paper 1528, www.ecb.int. Str.: 6.

smanjenja moralnog hazarda. One su ključne za rešavanje korena krize i stvaranje uslova koji vode ekonomskom rastu, otvaranju novih radnih mesta i poboljšanju konkurentnosti. Iako je okvir za ekonomsko upravljanje značajno ojačan u odnosu na period pre krize, i dalje je izuzetno kompleksan, sa nizom instrumenata za sprovođenje i preklapanjem procesa.

Efikasnost primenjenih mera politike može da se posmatra i kroz njihovu povezanost sa ranije spomenutim novim principom nemogućeg trojstva, što je prikazano na sledećem grafikonu³³⁷:

- EFSF/ESM pokušava da reši problem nemogućeg trojstva spasavanjem zaduženih država i istovremenim nametanjem fiskalne discipline nesolventnim državama, odnosno ograničavanjem njihove fiskalne autonomije. To krši klauzulu o zabrani preuzimanja dugova i istovremeno ograničava fiskalni suverenitet vlade.
- dug izdat preko evroobveznica bi kolektivno bio obezbeđen od strane svih država članica EMU, pa bi se i rizik neizvršenja takođe odnosio na sve države članice. Ovo je jasno kršenje klauzule o zabrani preuzimanja dugova. Evroobveznice mogu da produže opstanak skoro nesolventnih država, ali po cenu neograničenog moralnog hazarda dok se ne ograniči fiskalni suverenitet, na šta ukazuje nov princip nemogućeg trojstva.
- Euro plus pakt je stupio na snagu u martu 2011. godine, a kasnije je nazvan Pakt za evro, a njim su se države članice EU obavezale na poboljšanje svoje ekonomske konkurentnosti i javnih finansija putem političkih reformi. Pakt pokušava da ograniči fiskalnu autonomiju država članica EMU. Ukoliko bi ovaj Pakt sproveo fiskalnu disciplinu, klauzula o zabrani preuzimanja dugova bi opstala i monetarna politika bi ostala autonomna, što je u skladu sa novim principom nemogućeg trojstva.
- kvantitativne i kvalitativne olakšice od strane ECB očigledno krše cilj autonomne monetarne politike, s obzirom na to da je evidentno da je cilj ove politike da spreči prezadužene države od neizvršenja. Nov princip nemogućeg trojstva zahteva ograničenje fiskalnog suvereniteta (kao što je na primer ECB od Italije zahtevala veće mere štednje).



Grafikon 66: Mere politike EU i nov princip nemogućeg trojstva

Izvor: Beck, H., Prinz, A., (2012), »The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity«, *Intereconomics* 47 (1): 39-43. Str.: 42.

³³⁷ Beck, H., Prinz, A., (2012), »The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity«, *Intereconomics* 47 (1): 39-43. Str.: 42.

IV. BUDUĆNOST EVRA

9. BUDUĆNOST EVROPSKE MONETARNE UNIJE

9.1. POREĐENJE KRIZE EVRA SA PRETHODNIM KRIZAMA U EVROPI

Političke krize mogu da se definišu kao trenuci koje karakteriše opšte prihvaćena saglasnost da nešto fundamentalno mora da se promeni u javnoj politici kako bi se izbegle katastrofalne kratkoročne posledice. U tom slučaju, kriza evra, sa tačke gledišta evropske integracije, predstavlja prvu pravu krizu u istoriji EU. Evropljani su uspešno prevazišli ranije krize. Međutim, globalna i regionalna finansijska kriza ne dovodi automatski do velikih institucionalnih reformi koje sprečavaju nastanak sličnih kriza u budućnosti. Evropljani koji su suočeni sa svojom prvom pravom krizom, mogu pogrešno da smatraju da će dugoročna rešenja za njihove trenutne probleme da se pojave na funkcionalan, čak i kvazi-automatski način³³⁸.

Kriza evra je kvalitativno drugačija od prethodnih kriza evropske integracije. Priroda nadnacionalne krize suverenog duga, bez legitimnih nadnacionalnih institucija koje su potrebne da bi je rešile, razotkrila je sve strukturne, institucionalne i ideacione kontradikcije koje su inherente u kreiranju EMU. Ironična je činjenica da je evro trebalo da reši ove protivrečnosti jednom za svagda, putem jačanja ekonomske konvergencije. Kriza evra je pogodila u sam centar tenzija između centrifugalne logike domaće evropske politike i centripetalnih zahteva za kreiranjem zajedničke valute koja dobro funkcioniše³³⁹. Postoje dve osnovne razlike između krize evra i prethodnih kriza evropskih integracija³⁴⁰:

- 1) postojanje neposrednog tržišnog i političkog pritiska, sa potencijalno katastrofalnim posledicama usled neaktivnosti

U prošlosti, kod kriza kao što su bile „kriza praznih stolica“ iz šezdesetih godina, monetarna kriza evropske „zmije“ iz sedamdesetih godina, „Evro-skleroza“ iz osamdesetih godina, ili raspad Sovjetskog Saveza u ranim devedesetim godinama XX veka, EEC ili EU su mogle da ostanu po strani i ništa ne preduzmu, a da ne dođe do negativnih finansijskih ili ekonomskih posledica. Tokom krize evra, nacionalne vlade su shvatile da ne mogu same da odgovore na krizu, i da je odlučujuća intervencija i brza kolektivna akcija na nivou EU bila neophodna, zato što usled neaktivnosti evro, a najverovatnije i sama EU, ne bi opstali. Ukoliko je Harold Lasvel bio u pravu, i politika se uglavnom odnosi na to „ko dobija šta, kada i kako“, onda je kriza evra pre svega kriza evropske politike³⁴¹.

³³⁸ Parsons, C., Matthijs, M., (2015), »European Integration Past, Present and Future: Moving Forward through Crisis?« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 210-232. Str.: 210-211.

³³⁹ Matthijs, M., (2014), »The Eurozone Crisis: Growing Pains or Doomed from the Start« u Moschella, M., Weaver, C., *Routledge Handbook of Global Economic Governance*, Routledge, London, 201-217. Str.: 215.

³⁴⁰ Parsons, C., Matthijs, M., (2015), »European Integration Past, Present and Future: Moving Forward through Crisis?« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 210-232. Str.: 223-227.

³⁴¹ Lasswell, H. D., (1958), *Politics: Who Gets What, When and How*, Meridian Books, New York.

- 2) izbacivanje EU iz njenog tehnokratskog domena zbog eksplicitne politizacije evropskog odlučivanja³⁴².

S obzirom na to da su lideri EU prvenstveno bili odgovorni svojim nacionalnim parlamentima, uglavnom su preduzimali samo mere koje su bile neophodne da se evro održi, umesto da preduzmu veće korake u cilju trajnog ispravnog funkcionisanja evra. U poređenju sa prošlim krizama, nacionalni lideri su se ovog puta nerado dogovarali o budućnosti evropskih integracija, i trudili su se da u što većoj meri zadrže svoja prava na nacionalno odlučivanje. Osnovna razlika između krize evra i prethodnih kriza je u tome što su se u prošlosti dobrovoljno donosile odluke o daljim integracijama, dok je tokom krize evra kroz pretnje o neposrednom raspadu EMU vršen pritisak na nacionalne lidere da donesu i sprovedu odluke. Prema tome, ovo je pre svega bila politička kriza - neposredni problemi su primorali EU da izađe van svog tradicionalnog tehnokratskog domena, naglašavajući distributivne konflikte između država i partijsko-političke ideološke konflikte oko ekonomske politike³⁴³. Po prvi put, lideri EU su primetili da moraju da se brzo udruže i donesu političke odluke.

Pored toga, kriza evra je otkrila rastući jaz između severnog jezgra i južne periferije u evrozoni. Razlike između stopa rasta i inflacije u EMU su prouzrokovale divergentna kretanja u međunarodnoj konkurentnosti i velike trgovinske debalanse unutar evrozona. Nakon što je krajem 2009. godine Grčka objavila da je fiskalna situacija mnogo gora nego što je ranije predstavljena, u severnoj Evropi je ubrzo krenula naracija o moralnosti raskalašnih i lenjih južnjaka u odnosu na štedljive i vredne severnjake, što je uticalo na smanjenje solidarnosti na nivou EU, koja je ranije podupirala evropsku integraciju.

Kriza evra sugerise da rad lidera EU nije završen. Mere koje su preduzete tokom poslednjih nekoliko godina će da pomognu EU da obrati pažnju na potencijalne krize i da reaguje ukoliko do njih dođe, ali su u manjoj meri omogućile rešavanje dubljih problema koji su upravo i doveli do toga da EU postane osetljiva na ovakve krize. Evropljani ne mogu da usvoje status kvo koji preovladava u američkoj politici, gde je svaka ustavna reforma gotovo nezamisliva. Međutim, ako nova generacija evropskih lidera primeni lekcije iz krize evra na formiranje „sve bliže unije“, budućnost evra bi mogla da podrazumeva i napredak ka integrisanijem kontinentu, što bi značilo da je kriza imala i neke pozitivne efekte³⁴⁴.

9.2. BUDUĆNOST EVROPSKIH INTEGRACIJA

Evro je preživeo svoju prvu ozbiljnu krizu. Pored toga, evrozona je nastavila da se širi, primajući nove članice tokom i nakon krize suverenog duga. Međutim, izgledalo je da su države članice evrozona zarobljene u prilično nezadovoljnoj uniji³⁴⁵. Poverenje

³⁴² Tehnokratija je sistem organizacije gde sve odluke donose visoko obučeni profesionalni stručnjaci. Tehnokratija ima i pejorativno značenje - često se koristi za stručnjake i političare koji određenom problemu prilaze samo sa stajališta svoje struke, zanemarujući ekonomske, političke, kulturne i druge naučne obzire.

³⁴³ Parsons, C., Matthijs, M., (2015), »European Integration Past, Present and Future: Moving Forward through Crisis?« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 210-232. Str.: 211-212.

³⁴⁴ Parsons, C., Matthijs, M., (2015), »European Integration Past, Present and Future: Moving Forward through Crisis?« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 210-232. Str.: 232.

Evropljana u njihove nadnacionalne institucije bilo je sve vreme na niskom nivou, a političke stranke evro-skeptika su ostvarile svoj najbolji rezultat ikada na izborima za Evropski parlament u maju 2014. godine³⁴⁵. Severnim državama članicama je teško padalo da pređu preko spasavanja perifernih država, dok su južne države članice iskazale nezadovoljstvo zbog neujednačenog izricanja mera štednje i zahteva za strukturne reforme. Delovalo je da sever i jug nastavljaju da funkcionišu zajedno bez obzira na postojeće probleme i razlike, dok je recesija pronašla put do stagnacije, a u nekim slučajevima i do depresije.

Većina država članica EMU ima velike budžetske deficite, jedina razlika je u tome što jedne i dalje mogu da ih finansiraju, a druge ne (a razlog za to je povoljnije stanje u tekućem bilansu). S obzirom na visok nivo zaduženosti, države mogu lako da postanu nelikvidne, pa su održive javne finansije i smanjivanje deficita potrebne svim državama članicama evrozona, a ne samo državama koje trenutno ne mogu da finansiraju deficit. Prema tome, Evropa se podelila u dva bloka država - „fiskalno odgovorne“ i „fiskalno neodgovorne“³⁴⁷. I jedne i druge prete izlaskom iz evrozona, i međusobno se optužuju za novonastalu situaciju. Međutim, istina je da su krive i jedne i druge, odnosno i one koje su se prekomerno zadužile i one koje ih nisu u tome sprečile.

Jedno je sigurno, ovako podeljena evrozona nema puno šansi da opstane. Međutim, ostajanje u EMU i dalje predstavlja bolju alternativu za države članice od njenog napuštanja i vraćanja starih valuta. I pored toga, ideja o „Sjedinjenim Evropskim Državama“ više nije atraktivna opcija za veliki broj stanovnika u Evropi.

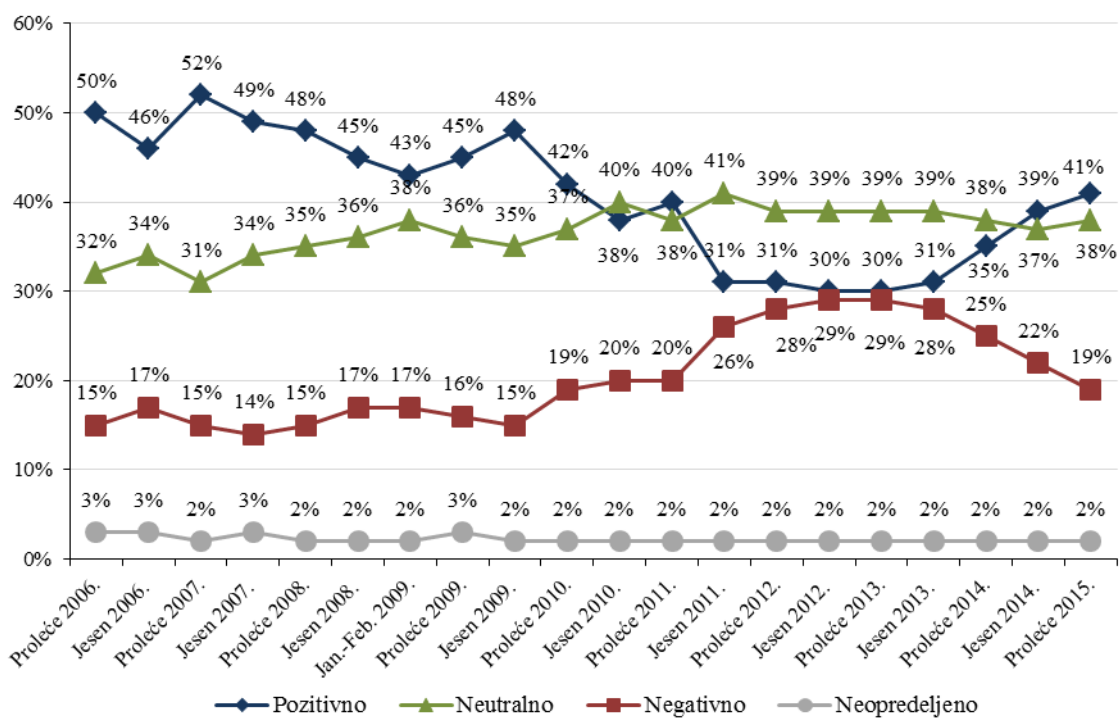
Istraživanje Evrobarometra Evropske komisije pokazuje opadajući trend pozitivnog i rastući trend negativnog mišljenja o EU, u periodu od 2010. do 2013. godine³⁴⁸. Na to je u velikoj meri uticala kriza na finansijskom tržištu i kriza suverenog duga. Evropljani u 2015. godini imaju pozitivnije mišljenje o EU (41%), odnosno po četvrti put za redom istraživanja pokazuju poboljšanje (+2% od jeseni 2014. godine; +11% od proleća 2013. godine). Neutralno mišljenje o EU je blago povećano (38%; +1% od jeseni 2014. godine), dok je negativno mišljenje nastavilo da se smanjuje (19%; -3% od jeseni 2014. godine; -10% od proleća 2013. godine) .

³⁴⁵ Matthijs, M., Blyth, M., (2015), »The Future of the Euro: Possible Futures, Risks, and Uncertainties« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 249-269. Str.: 249.

³⁴⁶ Taylor, P., Emmott, R., (2014), »Euroskeptic Election Surge Gives EU Headache«, *Reuters* (May 26), <http://www.reuters.com/>.

³⁴⁷ Maraš, I., (2015), »Budućnost Evropske monetarne unije«, Institut za pravo i finansije d.o.o., www.ipf.rs. Str.: 3.

³⁴⁸ European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu. Str.: 7.

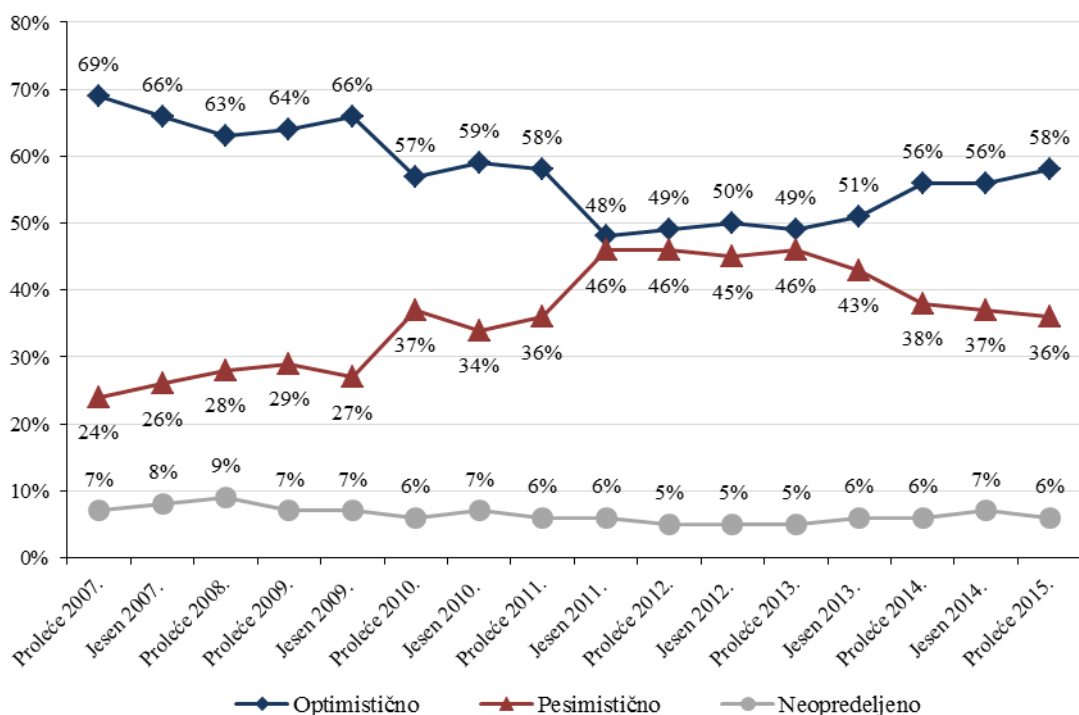


Grafikon 67: Mišljenje Evropljana o Evropskoj uniji (%)

Izvor: European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu. Str.: 7.

Optimizam o budućnosti EU se blago povećao u 2015. godini, odnosno 58% Evropljana (+2% od jeseni 2014. godine) ima optimistično mišljenje o budućnosti EU. Pesimizam o budućnosti EU je značajno porastao u periodu od 2010. do 2011. godine, a u 2015. godini je marginalno opao (36%; -1% od jeseni 2014. godine)³⁴⁹.

³⁴⁹ European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu. Str.: 12.



Grafikon 68: Mišljenje Evropljana o budućnosti Evropske unije (%)

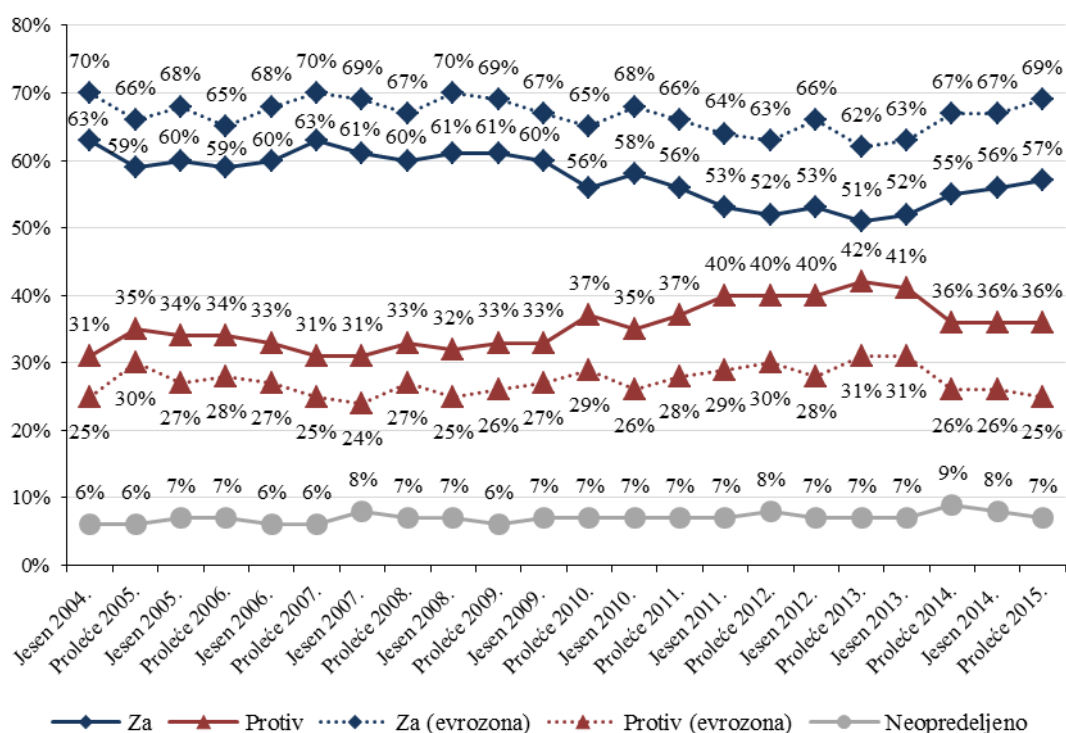
Izvor: European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu. Str.: 12.

Positivno mišljenje Evropljana je nastavilo svoj trend rasta, odnosno 57% Evropljana je za EMU i evro (+1% od jeseni 2014. godine), dok je opozicija ostala nepromenjena i 36% je po treći put zaredom protiv EMU i evra³⁵⁰. Podrška za EMU i evro je skoro neprekidno opadala u periodu između proleća 2007. i proleća 2013. godine (sa 63% na 51%), a od jeseni 2013. do proleća 2015. godine je u kontinuiranom blagom porastu (sa 51% na 57%).

U evrozoni, otprilike sedam od deset ispitanika podržava EMU i evro, nakon povećanja od 2% od jeseni 2014. godine (69% je za EMU i evro dok je 25% protiv). Podrška za EMU i evro je sada porasla za 7% od proleća 2013. godine (sa 62% na 69%).

Izvan evrozone, podrška je mnogo manje rasprostranjena, a taj trend je opadajući: trećina ispitanika je za EMU i evro (33% je za EMU i evro, dok je 58% protiv).

³⁵⁰ European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu. Str.: 25.

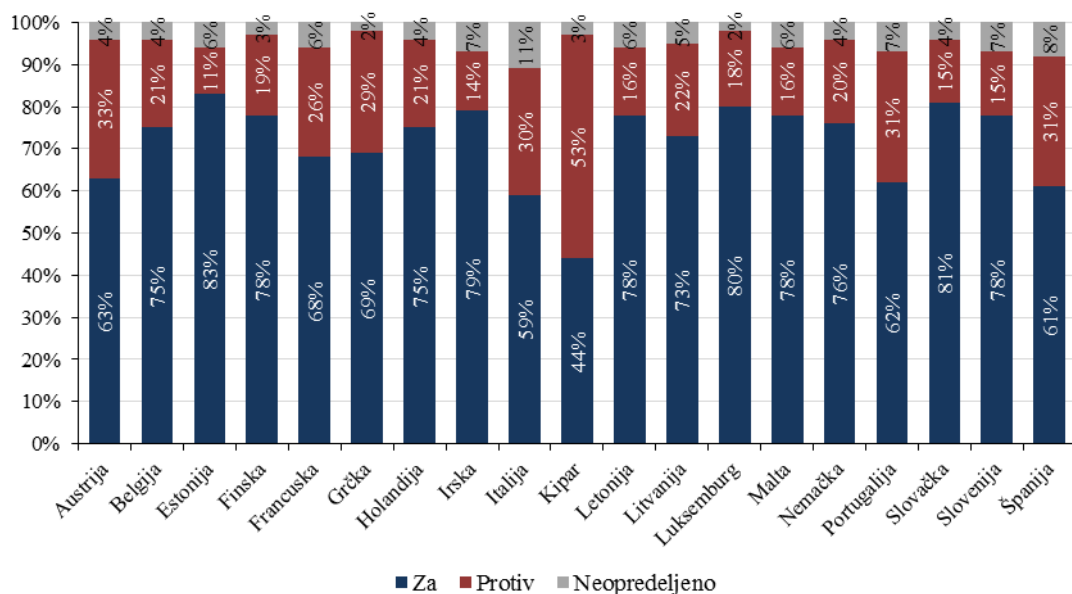


Grafikon 69: Mišljenje Evropljana i stanovnika evrozone o EMU i evru (%)

Izvor: European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu. Str.: 25.

Većina ispitanika je za EMU i evro u 18 država članica evrozone. Dok najmanje osam od deset ispitanika podržava EMU i evro u Estoniji (83%), Slovačkoj (81%) i Luksemburgu (80%), manje ih to čini u Italiji (59%), Španiji (61%) i Portugaliji (62%). Na Kipru, samo manjina ispitanika je za EMU i evro (44% naspram 53% koji su protiv).

U poređenju sa podacima od jeseni 2014. godine, podrška za EMU i evro je najviše porasla u Litvaniji (73%; +10%) i Grčkoj (69%, +6%). S druge strane, podrška je najviše opala na Kipru (44%; -7%) i u Austriji (63%; -6%). Podrška za evro je ostala nepromenjena u Estoniji (83%) i Luksemburgu (80%).



Grafikon 70: Mišljenje stanovnika država članica evrozone o EMU i evru (%)

Izvor: European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu. Str.: 26.

Uvođenjem koncepta „nemoguće trojstvo zabrane“ (*the impossible trinity of denial*), Evropljani su se suočili sa činjenicom da istovremeno ostvarenje sledećih ciljeva koje EMU podrazumeva nije moguće³⁵¹:

- 1) zabrana izlaska iz unije
- 2) zabrana preuzimanja dugova
- 3) zabrana neizvršenja.

Kako bi se rešila trenutna kriza, od jednog od navedenih ciljeva mora da se odustane.

Prognoze se koriste za predviđanje budućih ekonomskih aktivnosti u kratkom i srednjem roku. Međunarodne organizacije redovno objavljuju prognoze za EU i evrozonu. Za 2015. godinu, prema prognozi Evropske komisije, OECD i MMF, predviđen je spor oporavak sa niskim ali pozitivnim stopama rasta i za EU i evrozonu, kao i za skoro sve države članice. Unutar EU i evrozone, i dalje postoji velika asimetrija u stopama rasta BDP zbog razlika u privatnoj potrošnji, investicijama i neto izvozu. Zajednička karakteristika navedenih projekcija je njihov fokus na sledećoj godini ili na sledeće dve godine, kao i pretpostavka o datim političkim i institucionalnim uslovima³⁵². Za procenu budućeg ekonomskog razvoja, pretpostavka je da je trenutna postavka konstantna; u suprotnom, ne bi mogao da se projektuje jasan pravac razvoja.

³⁵¹ Benczes, I., (2013), »The Impossible Trinity of Denial. European Economic Governance in a Conceptual Framework«, *Transylvanian Review of Administrative Sciences* 39 E/2013: 5-21. Str.: 7

³⁵² Niechoj, T. (2015), »Which Future for Europe? A Scenario Analysis of European Integration« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 151-168. Str.: 152-153.

Za razliku od takvih predviđanja, u daljem tekstu se institucionalno okruženje posmatra kao promenljiva³⁵³. Na osnovu različitih političkih okvira, prikazani su scenariji kako bi se pokazao uticaj modifikacije institucionalnog okvira na razvoj ekonomske aktivnosti u okviru evrozona, a samim tim i celokupne EU. Scenario analiza evrozona treba da se fokusira na srednji, a ne kratak rok, zbog sporosti političkih reformi i njihove implementacije i kumulativnih efekata. Budući evropski scenariji predstavljaju različite kombinacije monetarnih, fiskalnih i platnih propisa za evrozonu, koji podležu političkim odlukama. Scenario analiza je zasnovana na post-kejnzijskoj perspektivi, naglašavajući neravnoteže u okviru evrozona zbog agresivnih modela rasta vođenog izvozom u određenim državama, u kombinaciji sa nepovezanim institucionalnim okvirom monetarne unije.

Postoje tri moguća scenarija za budućnost evrozona, koji podrazumevaju različite stepene evropske integracije³⁵⁴:

1) status kvo

Ovaj scenario se bavi odgovorom na pitanje šta bi se dogodilo u budućnosti ukoliko bi institucionalni okvir ostao konstantan, i nastavlja se na postojeći politički i institucionalni trend. Iz ovog scenarija su isključene glavne reforme i strukturne promene, osim amandmana iz prošlosti. Iako je postojeći institucionalni okvir već regulisao nekoliko izazova u prošlosti, još uvek nisu rešena sva važna sporna pitanja.

Fiskalni stimulansi iz javnih budžeta ne bi doprineli usponu u narednim godinama, zato što je ponašanje vezano za javnu potrošnju ograničeno pravilima SGP, Fiskalnog ugovora i tekućih programa konsolidacije. Naprotiv, fokus na uravnoteženim budžetima bi zakomplikovao politiku stabilizacije i snažan oporavak evrozona u budućnosti. Ovo ograničenje je uočljivo pre svega u periodima kada monetarna politika ne funkcioniše dobro, kada niske kamatne stope ne pokreću investicije. Ekonomiju bi trebalo da pokrene kontinuirani rad na smanjenju zaštite zaposlenih i povećanju nivoa komodifikacije rada. Takođe, mešavina politika može da ugrozi ekonomsku koheziju u evrozoni. Na budućnost će da utiče i neravnoteža tekućeg računa. Bez fiskalne unije i transfera, drastična smanjenja plata, kao u Grčkoj, mogu da ublaže divergenciju - ali samo uz ekstremne socijalne troškove. Moguć je suficit u evrozoni u odnosu na ostatak sveta, i ekonomska politika putem koje država pokušava da reši svoje probleme sredstvima koja imaju tendenciju da pogoršavaju ekonomske probleme u drugim državama (*beggar-thy-neighbour policy*). Pored toga, ograničenje plata zajedničko za sve države članice evrozona bi istaklo opasnost od deflacije – došlo bi do povećanja realnog duga preduzeća usled smanjenja cena, i činjenice da prihodi ne bi bili dovoljno visoki da bi se vratio nominalno fiksni dug, što bi prouzrokovalo viši stepen nesolventnosti i dalje smanjenje investicija.

Sve u svemu, ovi izgledi nisu povoljni za evrozonu. Ono što po ovom scenariju održava evrozonu u punom sastavu je činjenica da vlade mogu da servisiraju svoje dugove uprkos niskim stopama rasta, sve dok ECB i ESM obavljaju, barem neformalno, ulogu majordomstva u krajnjoj instanci za javni dug.

³⁵³ Niechoj, T. (2015), »Which Future for Europe? A Scenario Analysis of European Integration« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 151-168. Str.: 153-154.

³⁵⁴ Niechoj, T. (2015), »Which Future for Europe? A Scenario Analysis of European Integration« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 151-168. Str.: 160-164.

Ovaj scenario je zasnovan na pretpostavci da neće da dođe do druge krize finansijskih tržišta. Međutim, iako se dug privatnog sektora smanjuje, finansijske institucije još uvek nisu u stanju da spreče dalju krizu. I pored toga što je poboljšana nadzor bankarske unije, još uvek je nedovoljan pa bi negativan impuls mogao ponovo da potrese ceo bankarski sistem.

Ovaj scenario takođe utiče i na EU. S obzirom na to da opisuje evrozonu sa niskim stopama rasta BDP i stalnim izazovima, u političkoj agendi EU će da dominiraju pokušaji rešavanja ovih izazova u budućnosti. Takođe, ekonomska stagnacija u evrozoni vuče nadole privrednu aktivnost u ostatku EU.

2) države ujedinjene u dezintegraciji

Ovaj scenario podrazumeva veliku reformu evrozone, odnosno dezintegraciju evrozone, što paradoksalno dovodi do smanjenja političkih i institucionalnih razlika eliminacijom snažne uloge evrozone u EU.

Ovaj scenario smatra da će države ponovo da uvedu svoje stare valute, i da će ponovno uvođenje deviznih kurseva da smanji neravnoteže u okviru evrozone i vrati cenovnu konkurentnost. Posledice napuštanja EMU bi se razlikovale za države sa suficitom i deficitom na tekućem računu.

Ukoliko Nemačka, kao država sa najvećim suficitom tekućeg računa, napusti EMU, to bi smanjilo pritisak za povećanjem cenovne konkurentnosti u drugim državama članicama, i dovelo do depresijacije evra i kapitalnih priliva u Nemačku sa novom rezervnom valutom. Vrlo je verovatno da bi je druge države pratile, i moguće je da bi te države oformile drugu valutnu zonu u okviru EU. Takav razvoj bi ujedno imao i pozitivne i negativne efekte u kratkom roku za države sa dugoročnim deficitom tekućeg računa u prošlosti. Depresijacija evra i gubitak jakog cenovnog konkurenta u evrozoni bi prouzrokovali poboljšanje tekućih računa. Cenovna konkurentnost bi porasla i uvoz bi postao daleko skuplji, što bi uticalo na poboljšanje stanja na tekućim računima. Međutim, smanjenje uvoza bi moglo da pogorša uslove života u ovim državama ukoliko ne bi bilo kompenzovano velikim izvozom. Za Nemačku (i države koje bi je pratile), neposredna depresijacija bi dovela do značajnog smanjenja cenovne konkurentnosti u odnosu na ostatak sveta, što bi prouzrokovalo smanjenje suficita tekućeg računa. Veća rigidnost nadnica u Nemačkoj bi mogla da dovede do smanjenja domaće tražnje a samim tim i još većeg smanjenja stope rasta BDP. Sličan razvoj događaja može da se očekuje ako jedna ili više država iz grupe opterećenih država odluče da napuste EMU. Ponovno uvođenje sopstvene valute bi značilo da bi depresijacija opet bila moguća, dok bi cenovna konkurentnost mogla da bude obnovljena uz rast uvoznih cena. Vrlo je verovatno da bi se kapital kretao ka evrozoni, čak i uz kontrole kapitala. Pored toga, efekti raspada EU i evrozone kao političkog projekta bi bili katastrofalni. Ukoliko bi došlo do raspada EMU, više ne bi postojao jak motiv za fiskalnom koordinacijom i koordinacijom plata, a države članice bi se vratile na ranije stanje iz vremena EMS koji nije uspeo u prošlosti.

Izlazak jedne ili više država iz evrozone još više ugrožava političke i ekonomske izgledе. Ukoliko države napuste EMU, to dokazuje da politička konstrukcija nije bila spremna za ekonomsku uniju. U ekonomskom pogledu, barem u prelaznoj fazi, (bivša) evrozona će snositi posledice cepanja, pa će samim tim i ostatak EU.

3) unija u okviru unije

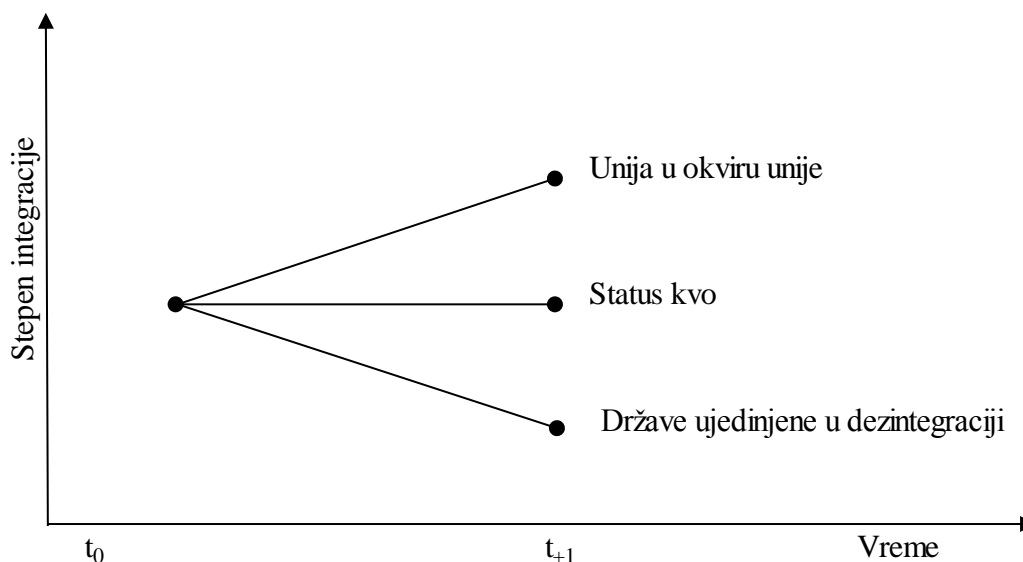
Ovaj scenario se zasniva na daljem proširenju evropskih integracija u evrozoni.

Ekonomska integracija u oblasti fiskalne politike i politike plata bi bila završena i povećao bi se monetarni nadzor i uloga ECB. Međutim, realizacija ovog scenarija je

veoma zahtevna sa političkog aspekta. I dalje bi postojala institucionalna ograničenja vezana za dug, ali pravila uravnoteženog budžeta bi bila pretvorena u „zlatno pravilo“ - ako država pozajmljuje novac u investicione svrhe, odnosno ukoliko će kasnije generacije imati koristi od toga, taj novac se neće uzimati u obzir prilikom ispunjavanja kriterijuma SGP vezanih za dug i deficit. Fiskalna koordinacija više ne bi bila ograničena na nadzor, već bi uključivala transfere između država kako bi targetirala sektore i regione koji zaostaju. Politika plata bi bila koordinisana i unutar i između država, i regulisala bi inflatorne razlike i podstakla domaću tražnju u državama koje su se suočile sa stagnacijom realnih zarada u prošlosti (kao što je Nemačka). Takođe, bankarska unija bi se povećala i nadzor svih velikih banaka bi bio koncentrisan na nadnacionalnom nivou. Pored toga, ECB bi eksplicitno prihvatila svoju ulogu zajmodavca u krajnjoj instanci, i uvela instrumente obavezne rezerve obezbeđene aktivom (*asset-backed reserve requirements*), što bi omogućilo uvođenje mera koje podstiču razvoj, koje bi smanjile dug u odnosu na BDP u različitim državama. Javni dug ne bi nastavio da raste, i države bi mogle da se zadužuju po razumnim kamatnim stopama.

Iako ovaj scenario najviše obećava za evrozonu, postoji verovatnoća da ne bi bio povoljan za EU. S jedne strane, povećao bi nivo integracije u evrozoni i trebalo bi da uspostavi okvir koji dobro funkcioniše; dok sa druge strane, povećao bi jaz između evrozone i ostatka EU. Države koje nisu članice evrozone su manje integrisane i delimično isključene iz nadnacionalne koordinacije i donošenja odluka. Međutim, ovaj scenario je poželjan na globalnom nivou, zato što može da utiče na to da evro postane stabilna valuta i stabilizuje ekonomski razvoj sa doslednom stopom rasta BDP, a samim tim i povećanim obimom trgovine.

Prema tome, navedena tri scenarija su prikazana na sledećem grafikonu, gde su: t_{-1} - asimetrični ekonomski događaji pre krize, t_0 - odgovori na krizu suverenog duga, t_{+1} - tri scenarija evropske integracije.



Grafikon 71: Tri scenarija evropske integracije

Izvor: Niechoj, T. (2015), »Which Future for Europe? A Scenario Analysis of European Integration« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 151-168. Str.: 161.

9.3. EVROZONA KAO UGRAĐENA VALUTNA ZONA

Evro može da se analizira primenom dve opšte teorije, koje razmatraju šta utiče na valutnu zonu da ostane objedinjena. Prva je teorija optimalne valutne zone (OCA), koja je ranije u radu detaljno objašnjena. Iako je ona dominantna, istovremeno je i nepotpuna, zato što ne uzima u obzir različite političke institucije i uslove koji omogućavaju da jedinstvena valuta bude uspešna. Druga je teorija „ugrađene valutne zone“ (*Embedded Currency Area - ECA*), koja bolje opisuje potrebne osnove za upravljanje makroekonomskom postavkom u valutnoj zoni. Nju je definisala Ketlin Meknamara 2015. godine³⁵⁵. Teorijsko gledište ECA smatra da su tržišta ugrađena u veće socijalne, političke i kulturne institucije, a samim tim stvara veoma različit niz kriterijuma od teorije OCA.

Valuta je uvek i svuda stvar politike³⁵⁶. U skladu sa tim, ECA pokušava da ugradi dinamiku tržišta u širi skup društvenih i političkih interakcija. Ideja fundamentalne ugrađenosti tržišta proističe iz prvobitnog rada Karla Polanija³⁵⁷. On tvrdi da je razvoj kapitalizma srušio tradicionalni odnos između tržišta, moći i društva, i da su porodične ili društvene veze postale podređene tržištu i njegovim naizgled bezličnim silama razmene. Samim tim, tržišta su bila fundamentalno političke prirode i trebalo je da se podvrgnu političkoj kontroli. Ako se Polanijevu shvatanje primeni na oblast novca, valutne unije će postići uspeh verovatno samo ukoliko su deo šireg niza institucionalnih struktura koje pokušavaju da stabilizuju ekonomske interakcije u kontekstu političkog dogovora i legitimnog procesa za postavljanje ekonomskih ciljeva. Ovakva institucionalna rešenja, podrazumevaju političku i socijalnu logiku, a pre svega uticajnu i racionalnu ekonomsku logiku.

S obzirom na takav pristup, a ne prevashodno racionalne, osnovne tržišne reakcije na različite ekonomske scenarije u skladu sa teorijom OCA, determinante stabilne, održive monetarne unije sa jedinstvenom valutom treba analizirati u kontekstu celokupnog skupa elemenata koji su potrebni za uspeh monetarne unije. Ovi elementi predstavljaju minimalnu, umesto optimalnu, osnovu za monetarnu uniju. U minimalne zahteve ECA spadaju³⁵⁸:

- 1) autoritativan zajmodavac u krajnjoj instanci

Razumevanje načina funkcionisanja novca iz ugrađene perspektive sugerise da tržište samo po sebi ne kreira autoritativna pravila i poverenje u skladu sa tim pravilima. Umesto toga, mora da postoji neka vrsta legitimne, centralizovane političke vlasti koja je ujedno spremna i sposobna da obezbedi stabilnost u monetarnom sistemu, stvarajući uslove u društvu za tržišno poverenje od suštinskog značaja za ukupnu stabilnost. Centralne banke su se razvile tokom prošlog veka kao organizacioni oblik u kojem je stečena ova vrsta autoriteta. Pružanje likvidnosti tržištima kada nestane novca sprečava propadanje tržišta, a ujedno pokazuje da tržišta nesmetano funkcionišu samo kada su ugrađena u veće socijalne i političke strukture.

³⁵⁵ McNamara, K.R., (2015), »The Forgotten Problem of Embeddedness: History Lessons for the Euro« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 21-43. Str.: 23.

³⁵⁶ Kirshner, J., (2003), »The Inescapable Politics of Money«, u Kirshner, J., *Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*, Cornell University Press, New York, 3-24.

³⁵⁷ Polanyi, K., (1944), *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, Beacon Press, Boston.

³⁵⁸ McNamara, K.R., (2015), »The Forgotten Problem of Embeddedness: History Lessons for the Euro« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 21-43.

Ovo je oblast u kojoj se EMU pokazala kao najviše održiva. ECB je imala veću političku ulogu nego što joj je prvobitno bila dodeljena Ugovorom iz Maastrichta, što se pre svega odnosi na činjenicu da je kao odgovor na krizu primenila standardne i nestandardne mere monetarne politike, kao i na to da su kreirani EFSM, EFSF i ESM. Ove nove politike i programi su praćeni izjavama od strane rukovodioca ECB, od kojih je najviše pažnje u Evropi i SAD dobila izjava direktora ECB Marija Dragija u leto 2012. godine da će banka „učiniti sve što je potrebno da bi spasila evro“³⁵⁹. Prema tome, ECB je imala suštinsku i neočekivanu ulogu nezvaničnog zajmodavca u krajnjoj instanci, ali je pitanje da li je zaista ispunjen jedan od kriterijuma za stabilnu monetarnu uniju po teoriji ECA.

2) fiskalna i ekonomska unija

Nemoć političkih vlasti da primene depresijaciju deviznog kursa ili devalvaciju da bi stimulisale rast kroz izvoz, može da predstavlja neprihvatljiv trošak za monetarnu uniju. Isto tako, ako je rast suviše ubrzan, a devizni kurs ne može da apesira ili da se revalorizuje, postoji značajan rizik od inflacije. Umesto prilagođavanja tržišta, ECA predlaže spajanje fiskalne strane upravljanja ekonomskom politikom. Sa većim potencijalnim prihodom na prostoru celokupne valutne unije, u trenucima kada je jedan deo unije u recesiji dok je drugi deo u ekspanziji, regulisanje može da se izvrši transferima iz regiona sa visokom stopom rasta u problematična područja, kroz funkcionisanje sistema fiskalnog federalizma.

Takođe, fiskalna unija je ključna za uspeh monetarne unije zbog potrebe za centralizovanim instrumentima duga u jednoj valuti. Sa centralizovanim instrumentom javnog duga, države članice mogu da podele troškove vezane za napuštanje deviznog kursa sa ostatkom unije i da se potencijalno uspešnije izbore sa privremenim negativnim trendovima. Na taj način može da se izbegne kriza likvidnosti. Pored toga što bi ovo bilo korisno za pojedinačne države, pomoglo bi i opštem jačanju jedinstvene valute.

Pored toga, monetarna politika ima tendenciju da bolje funkcioniše zajedno sa fiskalnom politikom. Ciljevi fiskalne politike mogu da se odrede preciznije prema određenim društvenim akterima i geografskim regionima, potencijalno zamenjujući nedostatke jedinstvene monetarne politike.

Iako je ovaj element bio prisutan u svim uspešnim slučajevima konsolidacije valute, za EU je i dalje u najvećoj meri van domašaja. Iako vrši preraspodelu sredstava kroz razne programe strukturnih fondova i drugih mehanizama, EU ne poseduje glavne karakteristike fiskalne unije: sposobnost da ostvari prihod kroz poreze, da izvrši preraspodelu novca kroz javnu potrošnju, i da skupi dodatna sredstva kroz instrumente javnog duga. Predlozi vezani za emisiju evroobveznica i druge načine da se dug učini zajedničkim su u evrozoni naišli na burne političke reakcije. Umesto sistemski usvojenog pristupa, rukovodstvo EU i predsednici država i vlada su agresivno sprovodili mere štednje i programe za smanjenje deficita i duga u državama koje već snose posledice finansijske krize.

3) bankarska i finansijska unija

Kombinacija monetarne i fiskalne unije treba da se uskladi sa autoritativnim pravilima bankarske aktivnosti u okviru unije da bi se smanjio sistemski rizik u finansijskom sektoru. Bankarska unija, sastavljena od zajedničkog regulatornog okvira i niza bezbednosnih garancija za bankarske deponente, kao i sredstava za rešavanje problema finansijski problematičnih banaka, stabilizuje tržišta tako što ih ugrađuje u

³⁵⁹ Draghi, M., (2012), »Speech at the Global Investment Conference in London 26 July 2012«, Verbatim of the Remarks made by Mario Draghi, <https://www.ecb.europa.eu>.

veće političke strukture. Ukoliko to ne bude slučaj, čvrsto povezana monetarna i fiskalna unija će značiti da će slaba bankarska regulativa i banke koje propadaju u jednoj oblasti valutne unije najverovatnije da se prenesu na širu ekonomiju.

Ovaj element je polako gradio svoj put kroz političko okruženje EU, ali efikasno pregovaranje o ovom pitanju je ostalo nedostižno. Cilj bankarskog nadzora u velikoj meri je ostvaren zahvaljujući uvođenju SSM, i postizanju dogovora oko SRM, koji će biti u potpunosti operativan do 2016. godine. Takođe, EBA sada obuhvata i države članice evrozona i države koje nisu u evrozoni, kao deo EFSF. Međutim, regulatorni i institucionalni razvoj tek treba da uključi elemente koji su bili od krucijalnog značaja u SAD, kao što je na primer zajednički sistem za osiguranje depozita.

4) politička unija.

Politička unija je neophodna za ostvarenje prethodno navedena tri elementa, ona ih prožima i postavlja parametre za stepen razvoja ekonomije, uključujući i integritet jedinstvene valute. Politička unija je neophodna za kreiranje pravila upravljanja nad različitim tržištima, ali i da bi podržala politički autoritet koji je potreban da se ne bi upravljalo samo putem pravila, sa tipom diskrecionih aktivnosti za stabilizaciju i preraspodelu koje su neophodne za uspešnu monetarnu uniju. Može se posmatrati kao okvir koji je neophodan da bi se omogućio osećaj društvene solidarnosti i koji unapređuje institucionalne mehanizme. U tom kontekstu, politička unija je suprotna od ordoliberalne unije koja trenutno gradi institucije evra³⁶⁰.

Iako je ovaj element formulisao sve slučajeve trajne konsolidacije valuta, i dalje nedostaje u EU. I pored toga što je EU postala izuzetno institucionalizovana u poslednjih pedeset godina, sa pravnim okvirom sličnim ustavnom i nizom mera politike i prakse koje imaju značajan uticaj na svakodnevni život svih Evropljana, ona ne poseduje upravljačku strukturu sličnu državnoj. Pored toga, sa produženjem krize evra, merama štednje koje su pogoršale opšte mišljenje o EU, i političkim mehanizmima za stabilizaciju evropske ekonomije koji su i dalje nedostižni, formiranje političke unije koja je neophodna za ECA će biti komplikovano.

Istorijski primeri monetarne integracije pružaju važne i poučne lekcije za budućnost evra. Najjednostavnija istorijska lekcija jeste da se valute prilagođavaju nacionalnim granicama, a ne optimalnoj valutnoj zoni, a izuzeci od ovog pravila su bili relativno kratkotrajni. Prema tome, održiva monetarna unija je empirijski povezana sa visokim stepenom ugrađenosti u autoritativne političke institucije, a ne fleksibilnošću cena i nadnica, mobilnošću faktora proizvodnje uključujući radnu snagu, stepenom ekonomske otvorenosti i diversifikacijom proizvodnje i potrošnje. Valute koje su trajale su sve bile deo konsolidacije različitih aktivnosti u okviru snažnog političkog autoriteta³⁶¹. U sledećoj tabeli je prikazana tipologija monetarne unije koja je procenjena u kontekstu dve varijable: centralizacije monetarne vlasti i valute, kao i stepena političke integracije.

³⁶⁰ U okviru ordoliberalizma kao teorijske osnove koncepta socijalno-tržišne privrede, prevladava mišljenje da je uspešan ekonomski razvoj rezultat delovanja ne samo tržišta, već i organizovano osmišljenih i usmeravanih aktivnosti. To nije samo produkt inventivne borbe pojedinačnih preduzetnika, već i svesne kolektivne akcije koja rezultira formiranjem institucionalne strukture socijalno-tržišne privrede. Ordoliberalizam predviđa ključnu ulogu države u vođenju računa da tržišta ostanu približna nekom obliku idealnog tržišta. Konkretno, ordoliberali veruju da bi bez jake države moćni privatni interesi podrivali takmičenje. Ovom stanovištu se često pripisuje podsticanje strogih zakona o zaštiti konkurencije u Nemačkoj i u EU.

³⁶¹ McNamara, K.R., (2015), »The Forgotten Problem of Embeddedness: History Lessons for the Euro« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 21-43. Str.: 30.

Tabela 20: Uloga ugrađenosti u istorijskim primerima monetarne unije

Najviše ugrađena ←-----→ Najmanje ugrađena		
- jedna valuta - jedna politička vlast (održala se)	- jedna valuta - delimična politička vlast (slaba)	- jedna valuta - više političkih vlasti (propala)
- nacionalne valute, na primer dolar / SAD (1863. - i dalje)	- evro / EMU (1999. - i dalje) - kruna / Austrougarsko carstvo (1892. – 1918.)	- kruna / Skandinavska monetarna unija (1873. – 1914.) - naizmenične valute / Latinska monetarna unija (1865. – 1927.)

Izvor: McNamara, K.R., (2015), »The Forgotten Problem of Embeddedness: History Lessons for the Euro« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 21-43. Str.: 37.

Razvoj jedinstvene valute u SAD omogućava uvid u proces ugrađivanja valuta, kako se odvija i zašto je važan za održivost monetarne unije. To je primer potpuno ugrađene valute, zato što poseduje sva četiri neophodna elementa za ugrađivanje: zajmodavca u krajnjoj instanci, fiskalnu, bankarsku i političku uniju³⁶². Amerikanci su počeli sa političkom unijom i federalnom ekonomskom vladom, koja je završena federalnim instrumentima duga, kao i ograničenim kapacitetom za naplatu poreza u političkom centru. Tek mnogo kasnije su uveli zajedničku valutu, jednu centralnu banku sa jedinstvenim pravom izdavanja novog novca, i ekvivalent bankarskoj i finansijskoj uniji. Odnosno, SAD su ostvarile ECA sledećim redosledom ranije spomenutih minimalnih zahteva: (4), (1), (3), i (2). Međutim, ove političke institucije su postepeno izgrađene kroz istorijske krize, uključujući i političke i vojne sukobe, i kroz pritiske sve složenijeg tržišnog sistema i niza finansijskih problema. Zahtevi za upravljanje i politička volja i podrška za razvoj centralizovanije i moćnije političke vlasti nad tržištima u vidu javnih institucija su bili ključni za postizanje neophodnog stepena ugrađenosti da podrže jedinstvenu valutu. Primer SAD pokazuje teško stečen ali kritički odnos između četiri elementa ugrađenosti i ishod u vidu stabilnosti valutnog sistema.

Jedan od glavnih političkih razloga za uvođenje EMU tokom devedesetih godina XX veka se odnosio na ideju da će evro da donese Evropi privilegije kada postane valuta za međunarodne rezerve, odnosno glavni konkurent dolaru³⁶³. Zamisao je bila da će zajednička valuta da ukloni rizik deviznog kursa u okviru Evrope, jednom za svagda, i da će da otkloni višegodišnju nestabilnost deviznih tržišta. EMU je viđena kao početak obimnijeg procesa koji bi na kraju doveo do pravog Evropskog ustava, sličnog Ustavu SAD koji je donet 1787. godine u Filadelfiji, koji bi doveo do federalnog evropskog državnog uređenja.

Međutim, do sada je EU pratila prilično drugačiji redosled izgradnje institucija i političkog razvoja, u odnosu na SAD. EEC je počela sa carinskom unijom od šest država u kasnim pedesetim godinama XX veka, dogovorila se oko zajedničke

³⁶² McNamara, K.R., (2015), »The Forgotten Problem of Embeddedness: History Lessons for the Euro« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 21-43. Str.: 31.

³⁶³ Matthijs, M., Blyth, M., (2015), »The Future of the Euro: Possible Futures, Risks, and Uncertainties« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 249-269. Str.: 250-253.

poljoprivredne politike u šezdesetim godinama XX veka, i proširila dodavanjem još nekoliko država u sedamdesetim i ponovo u osamdesetim godinama XX veka. Carinska unija je značajno produbljena, postajući zajedničko tržište sa slobodnim kretanjem kapitala i radne snage kroz Jedinostveni evropski akt koji je potpisan sredinom osamdesetih. Ugovorom iz Mاستrihta iz 1992. godine, uspostavljena je ECB sredinom devedesetih godina XX veka, a zatim je uvedena jedinstvena valuta - evro u 1999. godini, zajedno sa zajedničkom monetarnom politikom. Tek posle dve godine krize evra, u junu 2012. godine, uvedena je ideja o bankarskoj uniji. SSM za važne evropske banke je dogovoren krajem 2013. godine, a stupio je na snagu u jesen 2014. godine. Međutim, i pored ovih novih institucionalnih inovacija, Evropa danas i dalje nema ništa nalik pravoj fiskalnoj uniji ili ekonomskoj vladi, bez obzira na pravila Fiskalnog ugovora, nema zajednički instrument duga (evroobveznicu), i još uvek je daleko od političke unije koja bi imala isti demokratski legitimitet među građanima EU, kao što ima federalna vlada SAD kod Amerikanaca. Prema tome, evro je i dalje suštinski neugrađena (*dis-embedded*) valuta.

Prema tome, SAD su počele kao politička unija, a EU se nadala da će da završi kao politička unija. U SAD, politička integracija je prethodila ekonomskoj uniji, dok je u Evropi, ekonomska integracija predstavljala sredstvo da se dođe do političke unije.

Postojala je velika razlika između krajnjih efekata finansijske krize u slučaju SAD u odnosu na evrozonu, a razlika zapravo proizlazi iz nedovoljne ugrađenosti evra za razliku od dolara³⁶⁴. Nedostatak OCA nije bio glavni razlog zašto EU nije uspela da odgovori na pozitivna kretanja ekonomije SAD, već nedostatak ECA, koji je proizveo divergentne rezultate, sa izuzetno sporim rastom i visokom stopom nezaposlenosti u velikom delu južne Evrope, u odnosu na rast i oporavak u SAD. EU je mogla da deluje samo kroz ECB da bi pokušala da ublaži šire društvene uticaje finansijske krize evrozone, ali čak i ECB funkcioniše pod znatnim institucionalnim ograničenjima. S obzirom da EU nema fiskalnu uniju, nema ni moć niti političko svojstvo da obezbedi fiskalni podsticaj, što je predstavljalo glavni razlog zašto se nastavila loša performansa mnogih evropskih ekonomija. Međutim, nedostatak institucionalnog odgovora na nivou EU je glavni razlog zašto se evro razlikuje od drugih neoptimalnih valutnih zona koje čine mnoge dominantne svetske nacionalne valute, uključujući SAD. To ne treba da čudi, zato što EU ne zadovoljava standarde najuspešnijeg političkog oblika koji valutna unija može da uzme, a to je moderna nacionalna država.

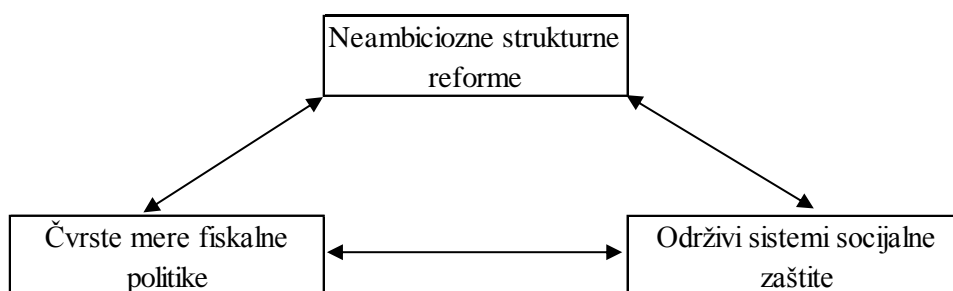
S obzirom na to da nijedna ranija valutna unija sastavljena od više velikih država nije uspela da opstane bez nekog vida političke unije, evropski političari bi trebalo dobro da razmotre značaj institucionalnog minimuma. Ekonomski projekti koji obuhvataju više država bi trebalo da budu potpuno ugrađeni u postojeće socijalne i političke institucije ukoliko žele da budu dugoročno uspešni. Prema tome, glavni problem evra je nedostatak systemske institucionalne ugrađenosti, ali se i dalje nastavlja jak pritisak za mere štednje i strukturne reforme čime je naglašen samo tržišni odgovor na probleme evra. Evro, svakako jedan od najekstremnijih primera predaje suverene vlasti na nivou EU, je u opasnosti zato što nacionalni lideri, umesto da prihvate činjenicu da je potrebno da se kreiraju ugrađene institucije, izgleda da su i dalje preokupirani ekonomskom ortodoksijom i privatnim interesima koji je podržavaju. Da bi se spasao evro, biće potrebne snažnije institucije EU i spremnost da se inovacije vezane za nadnacionalnu valutu upare sa jednakim stepenom političkog razvoja.

³⁶⁴ McNamara, K.R., (2015), »The Forgotten Problem of Embeddedness: History Lessons for the Euro« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 21-43. Str.: 38, 42.

9.4. ZAVRŠETAK KONSTRUKCIJE EVROPSKE MONETARNE UNIJE

Iako je tokom poslednjih nekoliko godina ostvaren značajan napredak vezan za završetak konstrukcije EMU, i dalje nisu pronađena rešenja za sve ekonomske nedoslednosti. Trebalo bi da se razmotre tri glavna izazova, koji mogu da se predstave u obliku tri „nekonzistentna trojstva“ (*inconsistent trinitities*), ili trileme za evrozonu³⁶⁵:

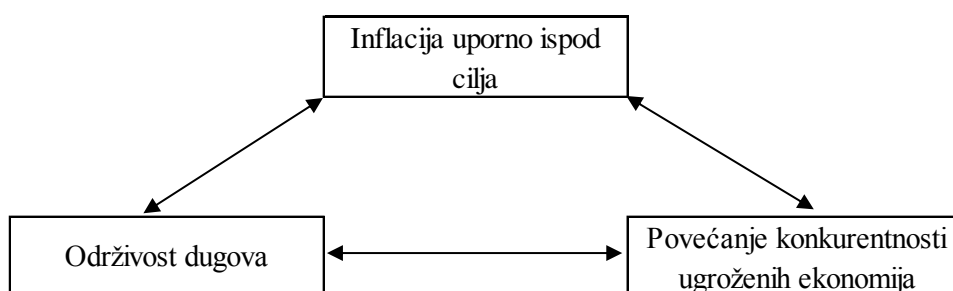
- 1) nekonzistentno trojstvo postoji između sprovođenja čvrstih mera fiskalne politike i zadržavanja održivih sistema socijalne zaštite, uz istovremeno sprovođenje neambicioznih strukturnih reformi (zbog kojih će ekonomije EU nastaviti da budu u fazi stagnacije)



Grafikon 72: Prvo nekonzistentno trojstvo: Politička i socijalna održivost

Izvor: Buti, M., (2014), »A Consistent Trinity for the Eurozone«, <http://www.voxeu.org/>.

- 2) sukob između ciljeva politike i ekonomske stvarnosti može da bude predstavljen kao nekonzistentno trojstvo - ugrožene ekonomije ne mogu istovremeno da smanje svoje dugove i povećaju konkurentnost, uz prisustvo uporne niske prosečne inflacije u evrozoni

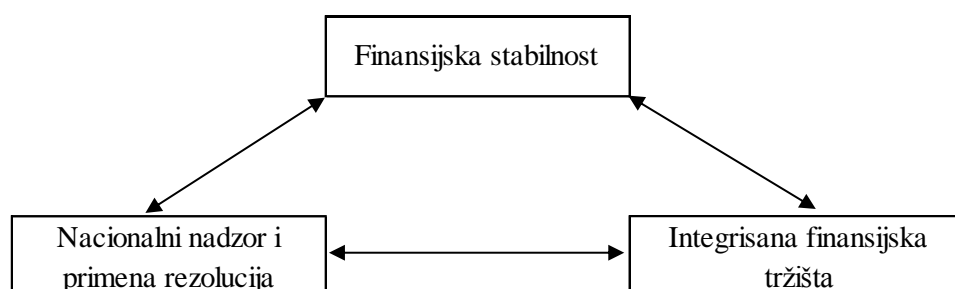


Grafikon 73: Drugo nekonzistentno trojstvo: Ciljevi za prilagodavanje u evrozoni

Izvor: Buti, M., (2014), »A Consistent Trinity for the Eurozone«, <http://www.voxeu.org/>.

³⁶⁵ Buti, M., (2014), »A Consistent Trinity for the Eurozone«, <http://www.voxeu.org/>.

- 3) finansijska stabilnost i integrisana finansijska tržišta ne mogu da se ostvare ukoliko se ne izvrši reforma odnosa između banaka i suverenih država



Grafikon 74: Treće nekonzistentno trojstvo: Ponovno uspostavljanje finansijske integracije i stabilnosti

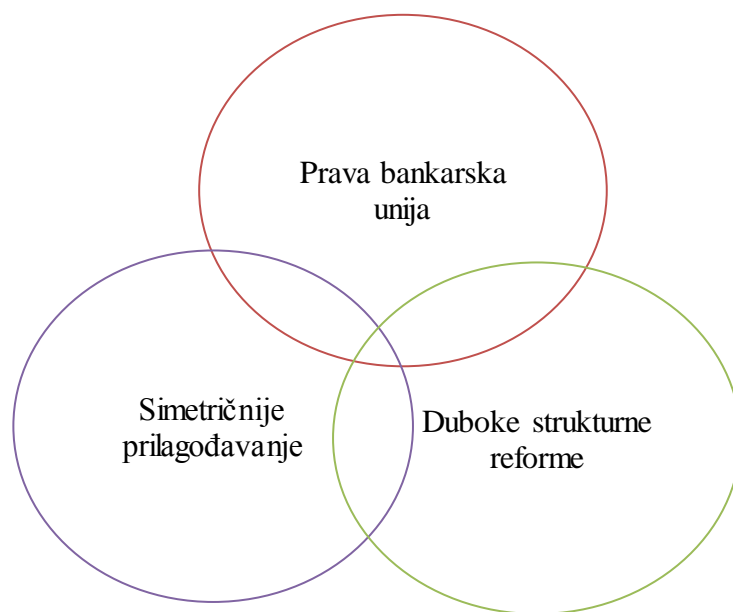
Izvor: Buti, M., (2014), »A Consistent Trinity for the Eurozone«, <http://www.voxeu.org/>.

Mnogi bankarski sistemi su ujedno i krhki i preveliki da bi im bilo koja suverena država bez razmišljanja pružila podršku (*backstop*) - to je osnov onoga što je nazvano „smrtonosni zagrljaj“ (*deadly embrace*) između banaka i suverenih država³⁶⁶. Ovaj izazov za mere politike predstavlja još jedno nekonzistentno trojstvo, koje se odnosi na činjenicu da finansijska stabilnost i integrisana finansijska tržišta ne mogu da se ostvare ukoliko se ne prekine „smrtonosni zagrljaj“ koji postoji između banaka i suverenih država³⁶⁷.

Važno je da se posveti pažnja rešavanju sva tri navedena izazova, od čega bi imale koristi sve države članice evrozone. Ta odgovarajuća rešenja formiraju „konzistentno trojstvo“ (*consistent trinity*), čiji elementi počinju postepeno da se materijalizuju, i koje bi moglo da bude osnova za novi ugovor za evrozonu.

³⁶⁶ De Grauwe, P., (2013), »Design Failures in the Eurozone – can they be fixed«, European Economy, Economic Papers 491, <http://ec.europa.eu/>. Str.: 3.

³⁶⁷ Obstfeld, M., (2013), »Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis«, European Economy, Economic Papers 493, <http://ec.europa.eu/>.



Grafikon 75: Konzistentno trojstvo

Izvor: Buti, M., (2014), »A Consistent Trinity for the Eurozone«, <http://www.voxeu.org/>.

Evropa se trenutno oporavlja od najgore finansijske i ekonomske krize u proteklih sedam decenija. Izazovi u proteklim godinama su prisilili nacionalne vlade i institucije EU da preduzmu hitne i vanredne mere, i da stabilizuju svoju privredu i zaštite sve što je ostvareno tokom postupka evropske integracije. Zahvaljujući tome, očuvan je integritet evrozona, a unutrašnje tržište je ostalo snažno. Međutim, iako se ekonomski rast i poverenje u privredu obnavljaju u velikom delu Evrope, jasno je da hitna rešenja iz proteklih godina treba da se pretvore u trajan, pošten i demokratski legitiman temelj za budućnost, kao i da još mnogo toga treba da se preduzme kako bi se unapredile ekonomske politike.

Iako se EMU gradi već decenijama, i dalje je samo delimično završena. Neophodno je da se preduzmu potrebne mere za njen završetak, odnosno da se EMU pretvori u ono što treba da bude – „mesto prosperiteta zasnovanog na uravnoteženom privrednom rastu i stabilnosti cena, konkurentna socijalna tržišna ekonomija, sa ciljem ostvarenja pune zaposlenosti i društvenog napretka“³⁶⁸. Napredak mora da se odvija u četiri smera, prema³⁶⁹:

- 1) istinskoj ekonomskoj uniji
Osiguraće da svaka ekonomija ima strukturna obeležja za blagostanje u EMU.
- 2) finansijskoj uniji

Garantovaće integritet valute u celoj EMU i povećaće podelu rizika s privatnim sektorom. Time je obuhvaćen i završetak bankarske unije i ubrzanje osnivanja unije tržišta kapitala.

³⁶⁸ Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe's Economic and Monetary Union«, www.ec.europa.eu. Str.: 4.

³⁶⁹ Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe's Economic and Monetary Union«, www.ec.europa.eu. Str.: 4-5.

- 3) fiskalnoj uniji
Osiguraće i fiskalnu održivost i fiskalnu stabilizaciju.

- 4) političkoj uniji

Osiguraće temelj za sve prethodno navedeno, uz pomoć istinske demokratske odgovornosti, legitimnosti i institucionalnog jačanja.

Navedene četiri unije zavise jedna od druge, pa samim tim moraju usporedno da se razvijaju, a sve države članice evrozona moraju da učestvuju u svim unijama. Vlade i institucije moraju da pokažu građanima i tržištima da evrozona neće samo da nastavi da postoji nakon krize, nego da će i da napreduje. Napredak će da bude ostvaren nakon sprovođenja niza kratkoročnih i dugoročnih mera koje treba da se preciziraju. Pristup u fazama je neophodan, zato što su za sprovođenje određenih mera potrebne izmene trenutnog pravnog okvira EU, kao i značajan napredak u pogledu ekonomske konvergencije i regulatornog usklađivanja u državama članicama evrozona. Postupak bi bio organizovan u dve uzastopne faze (koje su prikazane na sledećem grafikonu)³⁷⁰:

- 1) osnaživanje delovanjem (1. jul 2015. godine - 30. jun 2017. godine)

Institucije EU i države članice evrozona bi nadogradile postojeće instrumente i iskoristile postojeće sporazume. To obuhvata: povećanje konkurentnosti i strukturne konvergencije, završetak finansijske unije, ostvarivanje i održavanje odgovornih fiskalnih politika na nacionalnom nivou i na nivou evrozona, kao i povećanje demokratske odgovornosti.

- 2) završetak EMU.

Konkretne dugoročnije mere za završetak ekonomske i institucionalne strukture EMU bi bile utvrđene. Postupak konvergencije bi postao u većoj meri obavezujući i zasnovao bi se na zajednički dogovorenim referentnim vrednostima za konvergenciju, koje bi mogle da imaju i pravnu prirodu. Značajan napredak ka ostvarenju tih standarda, kao i njihovo stalno poštovanje kad se jednom ostvare, bili bi među uslovima za učestvovanje svih država članica evrozona u mehanizmu ublaživanja šokova za evrozonu.

Završna faza (najkasnije do 2025. godine) - na kraju druge faze i kad sve mere budu u potpunosti sprovedene, čvrsta i istinska EMU bi trebalo da predstavlja stabilno i prosperitetno okruženje za sve građane država članica evrozona, a privukla bi i druge države članice EU da se pridruže ako za to budu spremne.

Kako bi sve pripremila za prelaz iz prve u drugu fazu, Evropska komisija će u proleće 2017. godine da objavi Belu knjigu u kojoj će biti ocenjen napredak koji je ostvaren u prvoj fazi i biće iznete potrebne sledeće mere za završetak EMU.

Navedeni plan je ambiciozan, ali ujedno i pragmatičan. Neke od navedenih mera mogu i treba da budu sprovedene bez odlaganja, dok će za druge biti potrebno više vremena. Prikazan je jasan smer evropske EMU, koji je krucijalan za građane i ekonomske učesnike, kao i za njihovo poverenje u evro. Zajednički osećaj dužnosti svih država članica i institucija EU će biti neophodan da bi se ti predlozi sprovedeli u praksi.

³⁷⁰ Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe's Economic and Monetary Union«, *www.ec.europa.eu*. Str.: 5.

NEODLOŽNE MERE

EKONOMSKA UNIJA

Nov podsticaj konvergenciji, otvaranju radnih mesta i rastu:

- osnivanje sistema tela nadležnih za konkurentnost u evrozoni
- snažnija implementacija postupaka u slučaju makroekonomskih neravnoteža
- veći naglasak na zapošljavanju i socijalnom učinku
- snažnija koordinacija ekonomskih politika u okviru izmenjenog Evropskog semestra

FINANSIJSKA UNIJA

Završetak bankarske unije:

- uspostava prelaznog mehanizma finansiranja za Jedinstveni fond za rešavanje problema (*Single Resolution Fund - SRF*)
- implementacija konkretnih mera za uspostavljanje zajedničkog zaštitnog mehanizma povezanog sa SRF
- dogovor u pogledu zajedničkog sistema za osiguranje depozita
- poboljšanje efikasnosti instrumenta ESM za direktnu dokapitalizaciju banaka
- osnivanje unije tržišta kapitala
- jačanje ESRB

FISKALNA UNIJA

Novi savetodavni Evropski fiskalni odbor (*European Fiscal Board - EFB*)

- Odbor bi na evropskom nivou sprovodio javne i nezavisne ocene uspešnosti budžeta i njegovog izvršenja u odnosu na ekonomske ciljeve i preporuke utvrđene u fiskalnom okviru EU. Njegovi saveti bi trebalo da se uzmu u obzir pri donošenju odluka Evropske komisije u okviru Evropskog semestra.

DEMOKRATSKA ODGOVORNOST, LEGITIMNOST I INSTITUCIONALNO JAČANJE

Izmena Evropskog semestra:

- reorganizacija semestra u dve uzastopne faze, pri čemu bi se prva faza odnosila na čitavu evrozonu, a u drugoj fazi bi se raspravljalo o problemima po državama članicama.

Jačanje parlamentarne kontrole u okviru Evropskog semestra

- plenarne sednice u Evropskom parlamentu o godišnjem pregledu rasta pre i nakon objave od strane Evropske komisije; zatim plenarna sednica o preporukama po državama članicama
- sistematičnija interakcija između poverenika i nacionalnih parlamenata u pogledu preporuka po državama članicama i nacionalnih budžeta
- sistematičnije konsultovanje sa nacionalnim parlamentima i društvenim partnerima kao i njihovo uključivanje od strane vlada pre godišnjeg podnošenja nacionalnog programa reformi i stabilnosti.

Povećanje stepena saradnje između Evropskog parlamenta i nacionalnih parlamenata. *f f*

Jačanje centralne uloge Evrogrupe.

Preduzimanje mera za konsolidovano spoljno predstavništvo evrozone.

Uključivanje u pravni okvir EU Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju, relevantnih delova pakta Evro plus, i međuvladinog sporazuma o SRF.

FAZA 2.**ZAVRŠETAK STRUKTURE EMU****EKONOMSKA UNIJA**

Formalizovanje postupka konvergencije i uvođenje većeg stepena njegove obaveznosti.

FISKALNA UNIJA

Uspostava makroekonomske stabilizacione funkcije za evrozonu

- konvergencija prema slično otpornim ekonomskim strukturama bila bi preduslov za pristup tom mehanizmu.

DEMOKRATSKA ODGOVORNOST, LEGITIMNOST I INSTITUCIONALNO JAČANJE

Integracija ESM u pravni okvir EU.

Uspostava trezora evrozone s odgovornošću na evropskom nivou.

ZAVRŠNA FAZA NAJKASNIJE DO 2025**Grafikon 76: Plan za završetak EMU**

Izvor: Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe's Economic and Monetary Union«, www.ec.europa.eu. Str.: 20-21.

U cilju bolje integracije evrozone i nacionalnih nivoa, Evropski semestar bi trebalo da bude podeljen u dve uzastopne faze u kojima bi se jasnije prikazala razlika između evropskog dela i nacionalnog dela (sledeći grafikon prikazuje novu strukturu). U njih spadaju³⁷¹:

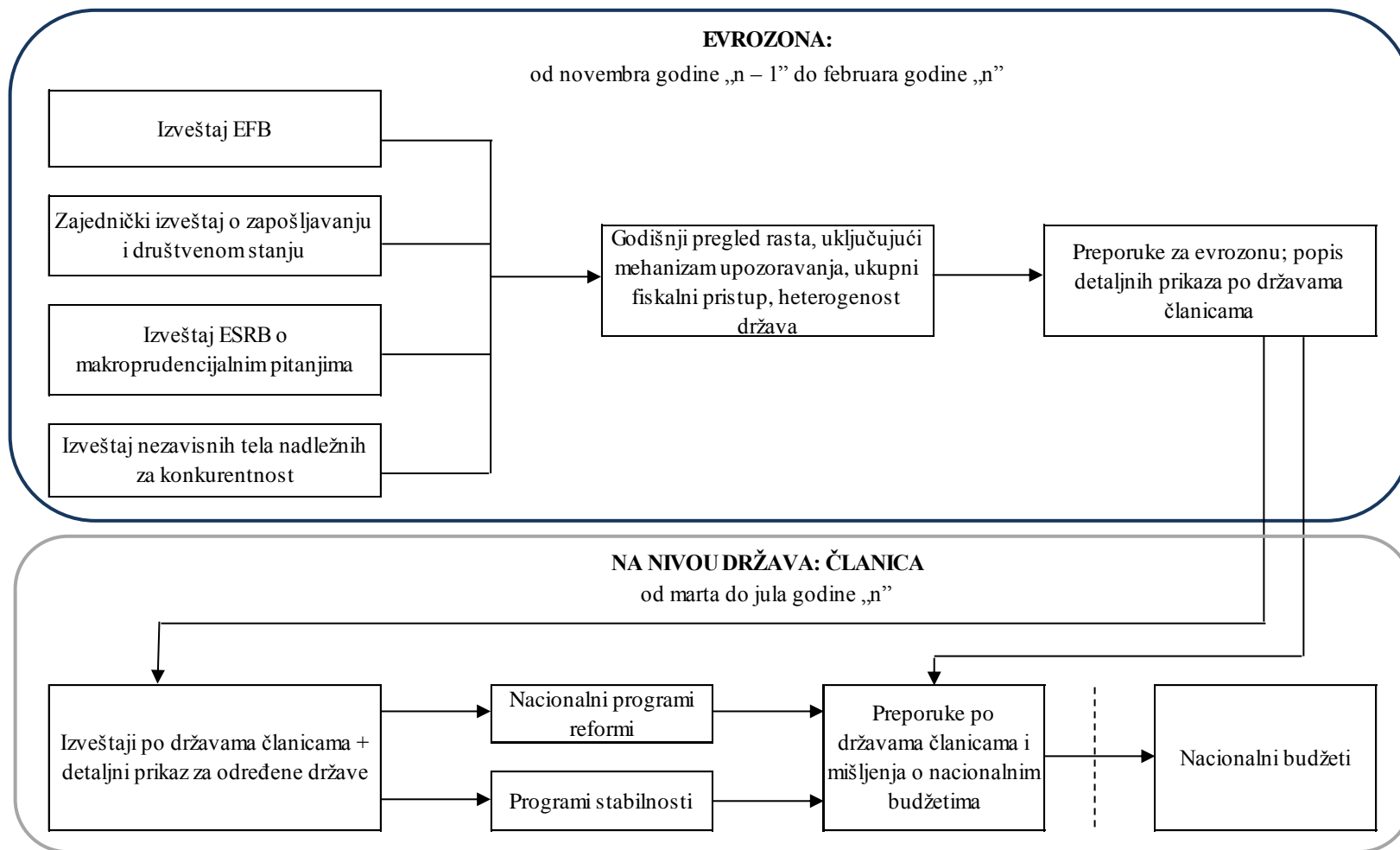
- 1) prva faza (od novembra godine „n – 1” do februara godine „n”)

U ovoj fazi bi bila data procena situacije u celoj evrozoni. Osnova za tu diskusiju bi bio godišnji pregled rasta (*Annual Growth Survey - AGS*) Evropske komisije, koji bi se zasnivao na nizu tematskih izveštaja (na primer: izveštaju o mehanizmu upozoravanja, godišnjem izveštaju ESRB, zajedničkom izveštaju o zapošljavanju i društvenom stanju, kao i na mišljenju novog EFB i novog sistema tela nadležnih za konkurentnost u evrozoni). Ti izveštaji bi pružali kompletnu sliku izazova s kojima se suočava evrozona. EP bi bio predstavljen godišnji pregled, koji bi o njemu diskutovao. Evropska komisija bi uz godišnji pregled rasta istovremeno dala posebnu preporuku za akcije u evrozoni, kao i popis država članica za koje razmatra proveru „detaljnih prikaza” u skladu sa postupkom u slučaju makroekonomskih neravnoteža. Sa EP bi se diskutovalo o tim dokumentima u okviru ekonomskog dijaloga, kao što je predviđeno Paketom šest, kao i sa Evropskim savetom i Evrogrupom. Prema tome, stvarna diskusija o prioritetima koji su utvrđeni za predstojeću godinu za EU, a posebno za evrozonu, bi se održala do kraja februara svake godine.

- 2) druga faza (od marta do jula godine „n”)

U skladu sa tim prioritetima, bilo bi izvršeno preispitivanje i data ocena rezultata i politika država članica. U rasprave o nacionalnim prioritetima, države članice bi trebalo da sistematski uključuju nacionalne parlamente, društvene partnere i civilno društvo. Na početku ove faze bi bili objavljeni izveštaji Evropske komisije po državama članicama, u kojima bi sažeto bili izneti izazovi i rezultati država članica, dok bi na kraju druge faze bile donete preporuke po državama članicama, u kojima bi trebalo da budu uzete u obzir odluke u pogledu evrozone iz prve faze.

³⁷¹ Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe's Economic and Monetary Union«, www.ec.europa.eu. Str.: 22.



Grafikon 77: Integrirani Evropski semestar

Izvor: Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe’s Economic and Monetary Union«, www.ec.europa.eu. Str.: 22

9.5. UTICAJ KRIZE NA BUDUĆNOST EVRA

Teorija OCA je previdela značaj šireg globalnog monetarnog konteksta u okviru kojeg su valutne unije stvorene i funkcionišu, koji je često imao krucijalnu ulogu u podsticanju valutnih unija³⁷². U tom kontekstu, glavna motivacija za stvaranje FED u SAD u 1913. godini je bilo jačanje međunarodne uloge dolara. Izgradnja evra je bila koncipirana sa idejom da će da transformiše globalni monetarni sistem. Posebno je bila značajna želja evropskih kreatora politike da se smanji zavisnost Evrope od američkog dolara i da se poveća evropska monetarna moć u odnosu na SAD. Deo političke privlačnosti evra za mnoge Evropljane je dugo bila činjenica da bi mogao da posluži za osporavanje dominacije dolara u međunarodnom monetarnom sistemu. Tokom globalne finansijske krize koja je počela 2007. godine, ove evropske aspiracije za međunarodnom ulogom evra su se ponovo pojavile kada su mnogi analitičari predvideli da bi finansijska kriza u SAD mogala da utiče na povećanje međunarodne uloge evra. Međutim, na kraju je uticaj globalne krize na međunarodnu ulogu evra bio skroz drugačiji.

U periodu posle 2008. godine, dva događaja u međunarodnom monetarnom sistemu su bila posebno značajna³⁷³:

1) iznenađujuće trajna globalna dominacija dolara

I globalna finansijska kriza, i kriza evra koja je usledila, su otkrile izvore globalne dominacije dolara i povezanih slabosti međunarodnog položaja evra. Ovakav razvoj je uništio nade Evropljana koji su previše samouvereno predvideli u 2008. godini da globalna finansijska kriza može da podstakne međunarodnu ulogu evra.

2) rastuća međunarodna monetarna moć Kine.

Ta moć je prvenstveno povezana sa njenom ogromnom ulogom kreditora. Sve veće oslanjanje evrozona na finansijsku podršku Kine, predstavlja još jedan razlog njene neočekivane slabosti u periodu posle 2008. godine.

I pored toga, ovi događaji u dužem roku mogu da utiču na jačanje evra. Sposobnost evra da ospori dolar je usko povezana sa strateškim i ekonomskim položajem Evrope u svetu, kao i spremnosti i sposobnosti evropskih kreatora politike da aktivnije i pouzdanije promovišu internacionalizaciju evra u budućnosti. Međunarodni položaj američkog dolara je podržan i širom globalnom ulogom SAD, uključujući i vojnu dominaciju i njene geostrateške i trgovinske odnose sa drugim državama. Motiv za osporavanjem monetarne moći SAD može da učvrsti evropsku podršku za reformama regionalne monetarne saradnje. Stvaranje jače fiskalne unije bi bilo posebno značajno, uz emisiju zajedničkih evroobveznica, kojima bi moglo da se trguje na visoko likvidnim tržištima, a koje bi mogle da pariraju kratkoročnim državnim obveznicama SAD. Takođe, reforme koje se odnose na upravljanje i legitimitet unije bi bile značajne, ali postoji mogućnost da ni reforme za jačanje ugrađenosti evra neće biti dovoljne da bi evro osporio globalnu nadmoć dolara.

Kineski kreatori politika dele težnju mnogih Evropljana da se ostvari veća simetrija u međunarodnom monetarnom poretku i da se SAD primoraju da postanu, po rečima Evropske komisije iz 1990. godine, „svesnije granica nezavisnog kreiranja politika“. Kineska podrška evru je bila primetna tokom evropske krize suverenog duga u periodu od 2010. do 2012. godine, za jačanje poverenja u evro kroz javne izjave

³⁷² Helleiner, E., (2015), »The Future of the Euro in a Global Monetary Context« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 233-248. Str.: 233-234.

³⁷³ Helleiner, E., (2015), »The Future of the Euro in a Global Monetary Context« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 233-248. Str.: 247-248.

podrške i izjave da će Kina da nastavi da drži svoje rezerve u evrima, kao i kroz kupovinu velikog broja državnih obveznica opterećenih država članica evrozone u momentu kada je budućnost evrozone bila u opasnosti. Kineska podrška može opet da postane značajna u podržavanju evra, ukoliko se Evropa bude suočila sa novim krizama u kontekstu sporog i nejednakog kretanja ka bližoj monetarnoj integraciji. U cilju unapređenja međunarodnog položaja evra, kineski kreatori politike mogu čak da postanu aktivnije uključeni u unutrašnje politike evrozone kao zagovornici reformi. Prema tome, budućnost evra zavisi od politike u širem globalnom monetarnom sistemu, kao i unutar i među državama članicama evrozone.

Što su nacrti za budućnost Evrope kompleksniji, i što dalju budućnost projektuju, veći su rizici i neizvesnosti. Budućnost evra može da se prikaže primenom metafore „crnog labuda“ koju je prvobitno razvio Nikolas Taleb³⁷⁴. Prema Talebu, crni labud predstavlja događaj koji je redak i neočekivan, odnosno kombinaciju slabe predvidivosti i snažnog uticaja. Crni labudovi su objašnjivi, ali uvek naknadno. U primere crnog labuda spadaju: Internet, Prvi svetski rat, napad 11. septembra 2001. u SAD i slično. Naglašeno je da sve što nas okružuje i što je važno za život ljudi podleže dinamici crnog labuda³⁷⁵. Činjenica da ljudi imaju sklonost da se ponašaju kao da crni labud ne postoji dodatno otežava problem. Krucijalni razlog za našu nesposobnost da shvatimo crne labudove se odnosi na prihvatanje nekog zapažanja iz prošlosti kao definitivnog i reprezentativnog za budućnost. To je slučaj sa finansijskom krizom, nakon koje analitičari uvek istražuju događaje koji su se desili, smatrajući da se tako dobro pripremaju za potencijalnu novu krizu, ali ne uzimajući u obzir činjenicu da ni prethodni slom nije imao ranijeg presedana.

Proširena metafora labudova se u daljem tekstu koristi za prikaz mogućih ekonomskih, finansijskih i političkih pretnji sa kojima će se suočavati evro. Postoje tri vrste „evro labudova“, koje sve mogu da budu ujedno i pozitivne i negativne³⁷⁶:

1) beli labudovi

Beli labudovi predstavljaju događaje sa potencijalno poznatim ekonomskim ili finansijskim rizikom. Verovatnoća da će oni da se ostvare može da se definiše, zajedno sa procenom njihovog uticaja. Kreator ekonomskih politika i pojedinačni učesnici na tržištu mogu da se zaštite od uticaja takvih belih labudova, zato što je osiguranje moguće, u izvesnoj meri. Beli labudovi predstavljaju ono što je bivši američki sekretar za odbranu Donald Ramsfeld nazvao „poznate poznanice“ (*known knowns*), odnosno stvari koje znamo da znamo³⁷⁷.

Beli labudovi u Evropi se odnose na: pad kupovnog menadžerskog indeksa (*Purchasing Managers Index - PMI*), preokret u poverenju potrošača, ili porast kursa evro-dolar, i pored akcija ECB. Primer pozitivnog belog labuda za Evropu vezan za međunarodnu ulogu evra, se odnosi na period pre krize kada su centralne banke izvan Evrope nagomilale evre, pa se u skladu sa tim kurs evro-dolar održao mnogo bolje tokom krize nego što je bilo očekivano. Međutim, to je prouzrokovalo „zatvorenikovu dilemu“ među centralnim bankama, zato što bi se povećala tražnja za evrima ukoliko bi

³⁷⁴ Taleb, N. N., (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House Publishing Group, New York.

³⁷⁵ Stojanović, B., (2011), »Dalekosežni uticaj nepredvidivog i neočekivanog«, *Filozofija i društvo* 22 (1): 279-290.

³⁷⁶ Matthijs, M., Blyth, M., (2015), »The Future of the Euro: Possible Futures, Risks, and Uncertainties« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 249-269. Str.: 263-268.

³⁷⁷ Rumsfeld, D., (2012), *Known and Unknown: A Memoir*, Penguin Publishing Group, New York.

neka od njih pokušala da ih ukloni, što bi bilo štetno za sve. U skladu sa tim, i pored sistemske krize evra, svima je bilo u interesu da se ne prodaju evri, a stabilnost je neočekivano osigurana.

Sledeći primer belog labuda se odnosi na ECB pregled kvaliteta aktive (*Asset Quality Review - AQR*) evropskog problematičnog bankarskog sistema. Evropa se suočava sa „Zlatokosinom dilemom“ (po tom principu nešto mora da bude u okviru određenih margina, za razliku od dostizanja ekstrema) u svom pokušaju da reformiše svoj bankarski sistem³⁷⁸. S obzirom na ograničenje da rast ne može da bude ni „previše vruć ni previše hladan“, AQR pruža ECB način za obavljanje trijaže najgorih prekršaja bankarskog sistema bez stvaranja opšte panike. Rešenja banaka koje drže loše plasmane (*bad bank*), kao što je Nacionalna agencija za upravljanje aktivom (*National Asset Management Agency - NAMA*) u Irskoj, mogu da postanu prihvatljivija drugim državama uz uvođenje AQR. To bi moglo da ima pozitivan efekat na potrebno smanjenje i dokapitalizaciju evropskog finansijskog sektora, uprkos „Zlatokosinom ograničenju“. Ukoliko se pojave, takvi beli labudovi će biti dobri za dugoročnu budućnost evra.

2) sivi labudovi

Sa sivim labudovima, budućnost postaje komplikovanija i mnogo više nepredvidiva. Oni se stalno kreću između rizika i neizvesnosti, i u skladu sa tim tamne. Do sivih labudova dolazi kada politički događaji (referendum, nacionalni izbori ili važno parlamentarno glasanje) o kojima može da se zna stvarno vreme dešavanja, ali ne i veličina njihovog uticaja, remete druge poznatije promenljive. Sivi labudovi mogu da budu manje verovatni za ostvarenje od belih labudova, odnosno manje je verovatno da bi mogli precizno da se procene, ali bi potencijalno mogli da prouzrokuju mnogo veći šok za sistem. Sivi labudovi su obično veći i imaju tendenciju da budu negativni - znamo da nešto dolazi, samo ne znamo kad i u kojoj veličini. Sivi labudovi predstavljaju ono što je Ramsfeld nazvao „poznate nepoznanice“ (*known unknowns*) i „nepoznate poznalice“ (*unknown knowns*), odnosno stvari koje znamo da ne znamo³⁷⁹.

Primer sivog labuda se odnosi na politiku izgradnje ugrađenih institucija. Usled nepostojanja kompletne finansijske unije i dalje postoji verovatnoća da će da dođe do još nekih problema u evrozoni i pored nedavnih reformi, ali se još uvek ne zna šta je u pitanju, ili kako će do toga da dođe.

Sledeći primer sivog labuda se odnosi na situaciju u Italiji i Španiji. Ukoliko se mere politike za postizanje ciljeva vezanih za preokretanje dugovne pozicije Italije i regulisanja banaka u Španiji odnose na beskrajne fiskalne mere štednje, politička održivost tih mera postaje diskutabilna. Ukoliko opet dođe do krize, što je verovatno, i demokratija pobedi, što je takođe verovatno, jedino ostaje diskutabilna veličina šoka koja će da pogodi evro. Iako je Nemačka najveća ekonomija evrozone, iznos BDP je samo 29% BDP evrozone, pa samim tim može da se očekuje da će imati prag za tolerisanje tuđih problema. U ovom kontekstu, tajming politike - želja da se smanji sopstveni rizik od izloženosti tuđem moralnom hazardu, u kombinaciji sa politikom tajminga – pravi trenutak da se javnost ubedi u mere politike, kreira rukovođenje koje najverovatnije nikad neće biti dovoljno da bi se u potpunosti rešila kriza i zaštitila budućnost evra.

³⁷⁸ Blyth, M., (2014), »Europe's Goldilocks Dilemma«, Foreign Policy, <http://foreignpolicy.com/2014/07/14/europes-goldilocks-dilemma/>.

³⁷⁹ Rumsfeld, D., (2012), *Known and Unknown: A Memoir*, Penguin Publishing Group, New York.

Još jedan primer sivog labuda se odnosi na referendum u Škotskoj kada su 18. septembra 2014. godine građani glasali o nezavisnosti i 53% Škota je odlučilo da ostane u uniji, ali da je bilo odlučeno da se odvoji od ostatka Velike Britanije, to je moglo da ima veliki indirektni uticaj na evropska tržišta. Iako za sada deluju sigurno, može da se dogodi da Katalonija u Španiji i Flandrija u Belgiji slede škotski primer najavljujući sopstvene referendume, donoseći veću nestabilnost i neizvesnost vezanu za status velikog iznosa suverenog duga u njihovim državama.

3) crni labudovi

Crni labudovi predstavljaju vanredne događaje koji imaju potpuno nepoznatu verovatnoću. Crni labudovi predstavljaju ono što je Ramsfeld nazvao „nepoznate nepoznanice“ (*unknown unknowns*), odnosno stvari koje ne znamo da ne znamo³⁸⁰. Ne može da se zna šta su oni unapred, ali se zna da će njihov uticaj da bude poražavajući. Crni labudovi su posebno opasni zato što se ne zna šta im prethodi, nemaju određeni datum i na osnovu analize prethodnih podataka ne može da se utvrdi šta zapravo dolazi.

Prvi primer crnog labuda se odnosi na Fiskalni ugovor koji nalaže da nacionalni budžeti moraju da budu uravnoteženi ili u suficitu, i Paket šest koji sadrži postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža, koji omogućava državama članicama da imaju maksimalni deficit tekućeg računa od 4% ili suficit od 6% njihovih BDP. Imajući u vidu da se uvoz i izvoz sumiraju na nulu, višak +2% mora na neki način da bude neutralizovan, odnosno države sa suficitom treba da smanje svoje suficite - što one neće da urade dobrovoljno, ili države sa deficitom moraju da sprovedu čvrste mere politike da bi neutralizovale suficite, zbog zajedničke valute. Prema tome, Fiskalni ugovor i Paket šest i sami kreiraju rizike vezane za nepoznatu vrednost evra, zato što će najverovatnije da prouzrokuju makroekonomske rezultate u državama koje nemaju suficit, koji će da doprinesu političkoj nestabilnosti.

Sledeći primer crnog labuda bi bio neočekivan povratak autoritarnog režima u stilu tridesetih godina XX veka u jednoj od država članica evrozone. Budućnost i nagli porast ekstremističkih partija bi mogle da primoraju određene države članice da se povuku iz evrozone ili EU. Značajan antidemokratski preokret države članice EU koja nije članica evrozone takođe nije nezamisliv, i imao bi veliki uticaj na budućnost EU. Međutim, ako se deflatorski trendovi u evrozoni nastave, možda će postojeća politika da nastavi da stvara probleme, i navedeni hipotetički scenariji i neće morati da se uzimaju u razmatranje.

Navedeni događaji mogu da imaju ogromne posledice ali isto tako mogu nikada i da se ne ostvare. Ono što je sigurno je da će evrozona, pod pretpostavkom da evro i dalje postoji u sledećoj deceniji što je daleko od sigurnog, imati sasvim drugačiji sastav i izgled. Određene države će se verovatno pridružiti do 2025. godine, uključujući Dansku, Poljsku, eventualno Mađarsku, dok će je neke druge države možda napustiti, poput Grčke, Kipra i Portugalije. Određeni aspekti unije koji nedostaju će možda biti uvedeni, dok će drugi možda još uvek zaostajati ili i dalje biti politički nezamislivi. Globalna ekonomija će da nastavi da se razvija, a pojedinačni nacionalni oblici kapitalizma koji su sadržani u evropskoj ekonomiji će da nastave da se razvijaju na divergentne kao i konvergentne načine³⁸¹.

Grčki filozof Heraklit je najčuveniji po izreci „Panta rei“, koja znači „Sve teče, sve se menja“. U tom kontekstu je i evrozona dinamički sistem koji nastavlja da

³⁸⁰ Rumsfeld, D., (2012), *Known and Unknown: A Memoir*, Penguin Publishing Group, New York.

³⁸¹ Hall, P. (2014), »Varieties of Capitalism and the Euro Crisis«, *West European Politics* 37(6): 1223-1243.

napreduje i funkcioniše, dok se konstantno menjaju Evropljani i priroda evropskih demokratija i očekivanja koja građani imaju od svojih nacionalnih vlada i EU, kao i ideje sledeće generacije lidera.

Glavna lekcija iz krize je da zajednička valuta nije tehnokratski poduhvat, već politički izbor, pa samim tim treba u potpunosti da bude ugrađena u demokratske institucije kako bi svakodnevno sticala svoj legitimitet. Prema rečima ekonomiste Aba Lernerera „ekonomske transakcije predstavljaju rešene političke probleme“³⁸². Međutim, pred Evropom su i dalje razni izazovi u rešavanju suštinskih političkih nedostataka evra, nakon čega bi evrozona mogla da bude u stanju da reši svoje ekonomske nedostatke.

³⁸² Lerner, A. P., (1972), »The Economics and Politics of Consumer Sovereignty«, *American Economic Review* 62 (2): 258-266.

ZAKLJUČAK

Sumirani rezultati istraživanja

Uprkos nedavnoj krizi, evro je i dalje druga najvažnija valuta na svetu, koju deli 19 država članica EMU i više od 330 miliona stanovnika. Državama članicama EMU je obezbedio stabilnost cena i zaštitu od spoljne nestabilnosti. Udeo evra u svetskim deviznim rezervama iznosi oko jedne četvrtine, a oko 60 država i područja u svetu je direktno ili indirektno vezalo svoju valutu uz evro.

Evro je više od obične valute - to je ekonomski i politički projekat. Države članice EMU su se odrekle svojih nacionalnih valuta i dele svoju monetarnu suverenost s drugim državama članicama evrozona, a zauzvrat ostvaruju koristi od upotrebe pouzdane i stabilne valute na velikom, konkurentnom i moćnom jedinstvenom tržištu. S obzirom na to da dele zajedničku sudbinu, neophodno je da sve države članice EMU poštuju zajednički dogovorena pravila i da među njima postoji solidarnost u doba krize.

Da bi sve države članice kontinuirano ostvarivale koristi, moraju pojedinačno i zajednički da preduzimaju mere kako bi nadoknadile nacionalne mehanizme prilagođavanja koje su izgubile prilikom pristupanja EMU³⁸³:

- 1) moraju da budu sposobne da bolje spreče krize pomoću kvalitetnog upravljanja na evropskom i nacionalnom nivou, održivih fikslnih i ekonomskih politika, i poštene i efikasne javne uprave
- 2) kad dođe do neizbežnih ekonomskih šokova, svaka država mora da bude sposobna da efikasno odgovori na njih.

Da bi svim državama članicama trajno bilo bolje u evrozoni, potrebno je da se omogući deljenje uticaja šokova podelom rizika u okviru EMU. Sprečavanje neodrživih politika kao i pojedinačno i zajedničko ublaživanje šokova nije bilo uspešno ni pre ni tokom krize. I pored toga što je u međuvremenu sprovedeno nekoliko važnih institucionalnih reformi, tragovi inicijalnih nedostataka su i dalje prisutni. Trenutno u evrozoni postoji znatna divergencija koja ugrožava njenu celokupnu stabilnost, pa u skladu sa tim mora pod hitno da se ispravi. Pored toga, u svetu koji je sve više sklon globalizaciji, države članice imaju odgovornost i interes da primenjuju adekvatne politike i započnu reforme uz koje bi njihove ekonomije postale fleksibilnije i konkurentnije.

Određeni problemi vezani za stabilnost evra su postojali od njegovog uvođenja. Njih su podsticale ekspanzivne fiskalne politike u nekim državama članicama evrozona i nesposobnost ECB i Evropskog saveta da održe disciplinu u evrozoni, uključujući i kažnjavanje prekršilaca. Tokom perioda privrednog prosperiteta od 1999. do 2008. godine, fiskalna eskalacija u evrozoni je bila uglavnom umerena. Ekonomska recesija u periodu od 2008. do 2010. godine je umanjila ekonomsku aktivnost, a time indirektno podrila i javne finansije, zato što države nisu prilagodile potrošnju smanjenom finansijskom potencijalu. Iako su se pojavili problemi javnih finansija u skoro svim država članicama evrozona, stigma je pala samo na GIIPS države.

Kriza je jasno pokazala pukotine u strukturi evrozona i nedostatke u metodama i propisima vezanim za upravljanje. Takođe je evidentan nedostatak političkih lidera koji su u stanju da donesu brze i teške odluke. Ekonomska i monetarna unija nije samo

³⁸³ Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe's Economic and Monetary Union«, www.ec.europa.eu. Str.: 4.

ekonomski projekat, već u velikoj meri i politički projekat sa snažnim eksternim efektima, koji nisu ograničeni samo na države članice evrozone.

Glavni problemi evrozone se odnose na sledeće: države članice evrozone su strukturno različite (u pogledu veličine, strukture proizvodnje, izvoza, stepena razvoja, itd.), postoji velika rigidnost tržišta rada, internacionalni kao i intranacionalni tokovi radne snage (migracija) su ograničeni, koherentnost makroekonomske politike je diskutabilna, i automatski mehanizam za fiskalne transfere nije kreiran zbog nedostatka političke volje. Postupak u slučaju prekomernog deficita se pokazao kao nefunkcionalan i ograničenja vezana za javni deficit i dug nisu bila ispunjena, pa su se pojavile značajne neravnoteže.

Kriza je imala različite posledice na EMU, zbog kompleksnosti njenog uređenja i različitih stepena razvoja država članica. Neravnoteža između bogatijih i siromašnijih država članica evrozone se povećala tokom prethodnog perioda, koja je prikrivana spoljnim zaduživanjem manje konkurentnih država. Kraha svetskog finansijskog sistema je ukazao na posledice takve politike, što je prouzrokovalo zaoštavanje uslova zaduživanja na finansijskom tržištu, nepoverenje investitora i ostale posledice vezane za iznenadni prestanak priliva kapitala.

Probleme su ubrzo počele da osećaju države koje su se oslanjale na spoljno zaduživanje ili su privredni razvoj zasnivale na potpunoj deregulaciji finansijskog sistema. Države koje su smeštene u južnom delu Evrope, koje su nazvane i „države na margini evrozone“, odnosno države „drugog reda“, posebno su bile izložene uticaju finansijske krize, pre svega zbog manje konkurentnosti u odnosu na veće i snažnije države članice, orijentisanosti na netrgovinske sektore i spoljno zaduživanje, kao i nemogućnosti da utiču na sopstvenu monetarnu politiku i nesređenu fiskalnu poziciju³⁸⁴.

U evrozonu su ušle države nejednake ekonomske snage i privredne strukture, i svaka u svojoj fazi konjunktornog ciklusa³⁸⁵. Najvažnija razlika među državama članicama evrozone se odnosi na njihov odnos prema javnoj potrošnji i budžetskoj disciplini. U središtu krize evra se nalazi odnos monetarne i fiskalne politike u okviru evrozone. Konstrukcionom greškom ili političkim kompromisom, došlo je do nelogičnog i veštačkog razdvajanja monetarne i fiskalne politike. Prelazak na evro je značio uvođenje jedinstvene monetarne politike i stvaranje jedinstvene centralne banke, ali je fiskalna politika (porezi i budžet) ostala pod suverenom ingerencijom nacionalnih država.

Kriza evrozone je uticala na to da evroskeptici ističu svoje stavove o neodrživosti EMU, osporavaju teoriju optimalne valutne zone, i tvrde da je zajednička valuta Evropi donela više štete nego koristi. Stav da je EMU uzrok krize koja se pojavila u državama članicama evrozone, i da bi sve države članice imale uspešnije ekonomije da nisu uvele evro je netačan i jednostran, zato što zanemaruje sve prednosti koje je evro doneo državama članicama evrozone³⁸⁶. Evrozona je od starta imala institucionalne nedostatke, koji su vremenom, potpuno očekivano, došli do izražaja. Jedan od glavnih problema evrozone se odnosi na činjenicu da se skoro nijedna država članica nije u potpunosti pridržavala kriterijuma konvergencije, naročito onih koji se

³⁸⁴ Grgić, D., Kordić, G., (2011), »Analogija krize zemalja s margine eurozone s krizom u Bosni i Hercegovini i Hrvatskoj«, *Ekonomska misao i praksa* 01/2011: 203-224, Sveučilište u Dubrovniku. Str.: 204-205.

³⁸⁵ Katić, N., (2010), »Kriza evrozone«, <http://nkatic.wordpress.com/>.

³⁸⁶ Maraš, I., (2015), »Budućnost Evropske monetarne unije«, Institut za pravo i finansije d.o.o., www.ipf.rs. Str.: 1-2.

odnose na nivo budžetskog deficita i javnog duga. Ovaj problem je više institucionalne i političke prirode, nego ekonomske. Da je postojala nezavisna institucija na nadnacionalnom nivou koja bi ih na to primorala, države bi se pridržavale ovih pravila, ali bi to podrazumevalo da moraju da se odreknu dela sopstvenog fiskalnog suvereniteta. Međutim, na to nisu bili spremni političari.

I monetarna i fiskalna ekonomija su od jednakog značaja za upravljanje ekonomijom, pogotovo ako se nalazi u krizi. Upravo iz tog razloga upravljanje EMU podrazumeva barem minimum koordinacija fiskalnih politika, naročito u segmentu deficita i spoljnog duga. Monetarna vlast je odgovorna za inflaciju i devizni kurs, ali ne kontroliše sve instrumente koji utiču na njih. Upravo na primeru evrozona se vidi kako fiskalna politika može da ugrozi ciljeve monetarne politike budžetskim deficitom i javnim dugom kojim ga finansira.

U EMU građani jedne države članice mogu da trpe posledice neodgovornih političara u drugoj državi članici, što je svakako veoma nelogično i neprirodno i mora da se promeni³⁸⁷. Fiskalna politika mora da ima jasne i merljive ciljeve, i mora da bude nezavisna od svakodnevne politike. Budžetski deficit ne može i ne treba da bude instrument za podsticanje razvoja zato bi bio neodrživ i nekoristan, a javni dug mora da bude pod veoma strogom kontrolom. U skladu sa tim, potrebno je da se oformi nadnacionalno telo koje bi vršilo superviziju javnih finansija država članica, u kojem bi sve države imale jednako pravo glasa. Takvo telo bi štitilo građane evrozona od prezaduživanja njihovih vlada, i učinilo bi svaku državu odgovornom za sopstvene dugove, što je pravično i demokratski. Tako bi svaka država mogla da zadrži suverenitet po pitanju vođenja fiskalne politike, sve dok time ne ugrožava ostale države članice EMU. Jedino pod takvim uslovima će bogatije države članice da pristanu da finansiraju dugove siromašnijih. Na taj način bi se izbegla štetna podela na Evropu u dve brzine, a samim tim i sprečile slične krize.

Kriza evra je ukazala na mogućnost nestanka evra kao valute i vraćanje nacionalnih valuta u Evropi. I pored riskantne prognoze, vlada mišljenje da će evro opstati, pre svega zato što bi eventualni nestanak evra izazvao daleko veće poremećaje i štete od troškova njegovog održavanja i oporavka³⁸⁸. Ukoliko bi došlo do sloma evra, globalne ekonomske posledice bi bile veće nego one izazvane krizom iz 2008. godine. Međutim, EMU predstavlja rezultat kombinovanja političkih i ekonomskih faktora u cilju stvaranja relativno velikog područja koje je kao takvo važan partner SAD, Kine, Rusije i ostatku sveta. Posledice krize evra osećaju se i na političkom planu s obzirom na to da dolazi do tendencije jačanja desnice i jačanja konzervativnih koncepcija u vođenju ekonomske politike. Ekonomska realnost će približiti stavove lidera evrozona i primorati ih da postignu konsenzus o tome kako će EMU da izgleda u budućnosti, kako bi evro opstao.

Može da se zaključi sledeće³⁸⁹:

- ukoliko se ne razvije politički proces koji će legitimno da ugradi svoje ekonomske i finansijske institucije, budućnost evra će biti krhka u najboljem

³⁸⁷ Maraš, I., (2015), »Budućnost Evropske monetarne unije«, Institut za pravo i finansije d.o.o., www.ipf.rs. Str.: 2-3.

³⁸⁸ Adamović, Lj., (2011), »Ekonomska kriza i održivi razvoj«, *Svarog: Naučno-stručni časopis za društvene i prirodne nauke* 3: 17-25. Str.: 25.

³⁸⁹ Matthijs, M., Blyth, M., (2015), »The Future of the Euro: Possible Futures, Risks, and Uncertainties« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 249-269. Str.: 263-268.

slučaju

- jasno je koje institucije treba da budu izgrađene u finansijama, upravljanju i politici da bi funkcionisale, ali ono što je Evropa izgradila do sada je daleko od ovih minimuma
- ne postoje održiva tehnokratska rešenja problema evra, koji je inherentno politički problem, i zahtevaće politička rešenja
- glavni aktuelni rizici za evro proističu iz pokušaja da se sprovedu mere štednje i izvrši strukturna reforma na nacionalnom nivou, kao superiorni ciljevi u odnosu na uspostavljanje rasta evrozona i obavljanja političke reforme EU
- evrozona će postepeno da preuzme institucionalni značaj od EU, koji će da ima značajne posledice za države sa klauzulom o izuzeću poput Velike Britanije, Švedske i Danske - može da se dogodi da te države u jednom trenutku budu suočene sa odlukom o ulasku u evrozonu ili u suprotnom o napuštanju EU
- međunarodna uloga evra može da pomogne inicijalno, ali će na kraju evropska domaća politika da odredi njegovu budućnost.

Države članice evrozona su pojedinačno i zajedno naučile određene lekcije iz krize, koje su bile brojne i bolne. Kriza suverenog duga je istakla pukotine u institucionalnom okviru EMU i nadnacionalnom i nacionalnom upravljanju, zbog kojih je došlo do izgradnje moralnog hazarda. Prema tome, nedostatak istinske političke integracije podrazumeva sistemske rizike.

Prema rečima Roberta Mandela „velike sile imaju velike valute“³⁹⁰. U skladu sa tim, jedna od najsigurnijih, najjednostavnijih i najpouzdanijih metoda za ustanovljavanje koja je sila na svetu trenutno najmoćnija jeste proveravanje čija je valuta najraširenija, čija je valuta globalni standard i čija je najprihvaćenija. Prilikom uvođenja evra mnogi eminentni ekonomisti, uključujući i Roberta Mandela, su tvrdili da će evro uskoro da prestigne američki dolar u kontekstu globalne dominacije. Delovalo je da je Žak Delor pogodio da će „mali evro da postane veliki“³⁹¹. Međutim, Grčki debakl je samo potvrdio ono što je već godinama prilično evidentno - evro neće još duže vreme da zameni dolar kao glavnu valutu. Ukoliko evrozona i EU misle da ikada postanu ozbiljan konkurent dominaciji SAD, moraju da razviju ne samo smislenu zajedničku ekonomsku i finansijsku politiku, već i koherentnu i povezanu politiku.

Budućnost evrozona, Evrope pa i svetskog finansijskog sistema je izrazito neizvesna. Problemi su ogromni i kompleksni i u ovom momentu je teško dati recept kako da se reše. Neophodno je da se razmotri funkcionalnost i održivost EMU u postojećim političkim i pravnoekonomskim okvirima, i izazovi i problemi sa kojima će slabije ekonomije da se suoče, kao i bolne mere restrukturiranja koje će morati da preduzmu u cilju podizanja konkurentnosti svojih privreda.

Dokaz hipoteza u okviru rada

U radu su dokazane sve hipoteze koje su navedene u uvodu.

Prva hipoteza: iako je ulazak u EMU državama članicama doneo prednosti, evrozona i dalje ne ispunjava sve kriterijume optimalne valutne zone. U radu su detaljno opisane ekonomske i neekonomske prednosti i nedostaci monetarne unije i zaključeno

³⁹⁰ Cohen, B. J., (2009), »The Future of Reserve Currencies«, Finance & Development 46 (3): 26-29, <http://www.imf.org/>. Str.: 27.

³⁹¹ Otero-Iglesias, M., (2015), »The Eurozone: Victim of its Own Success and Dogmas«, <http://www.europeanfinancialreview.com/>.

je da je evro u dosadašnjem periodu doneo više koristi nego štete. Međutim, i pored toga, istovremeno je pokazano da evrozona ispunjava samo pola kriterijuma za procenu da li je optimalno za države da formiraju valutnu uniju. U skladu sa tim, može da se zaključi da evrozona nije optimalna valutna zona, niti je to bila od svog nastanka. Evropski predsednici država i vlada koji su se okupili u Mastrohtu su i pored toga odlučili da preuzmu rizik uspostavljanja monetarne unije, zato što su politička razmatranja bila najvažnija za odluku o uvođenju evra.

Druga hipoteza: uzroci krize su primarno endogene prirode. U radu je objašnjen razvoj globalne finansijske krize i prelivanje na evropsko tržište, i kulminacija u vidu krize privatnog i javnog duga u evrozoni. Pokazano je da je upravo ovaj finansijski kolaps ukazao na nedoslednosti u socioekonomskoj konstrukciji evrozone, zbog kojih nisu kreirani mehanizmi neophodni za uravnotežen i održiv razvoj EMU i za amortizaciju spoljnih i unutrašnjih šokova.

Treća hipoteza: krizu nije moguće rešiti bez fiskalne i političke integracije. U radu je objašnjeno da prilikom stvaranja EMU i uvođenja evra kao zajedničke valute, monetarno ujedinjenje nije bilo praćeno fiskalnim, odnosno fiskalna politika je ostala u isključivoj nadležnosti država članica. Činjenica da EMU nije dovela do transfera fiskalne politike na nadnacionalni nivo može da se tumači kao nedostatak dokaza principa političkog prelivanja. Dublja fiskalna i politička integracija predstavljaju najbolji odgovor na nastalu krizu. U skladu sa tim, prikazan je plan za završetak konstrukcije EMU u smeru četiri unije koje zavise jedna od druge: istinskoj ekonomskoj uniji, finansijskoj uniji, fiskalnoj uniji i političkoj uniji.

Četvrta hipoteza: evrozona je bazirana na principu nemogućeg trojstva, odnosno Mundell - Fleming-ovoj trilemi. U radu je pokazano da politički lideri koji su se usaglasili oko monetarne unije su na prvom mestu vodili računa o principu nemogućeg trojstva, dok uopšte nisu uzimali u obzir teoriju OCA, usmeravajući se na potrebu da se sačuva stabilnost deviznog kursa uoči potpune liberalizacije kretanja kapitala. Prikazano je da je evropski način za rešavanje principa nemogućeg trojstva podrazumevao dugotrajan proces koji je tokom poslednjih pedeset godina doveo do zajedničkog tržišta EU, neopozivo fiksiranih deviznih kurseva za države članice evrozone, a samim tim i činjenice da nema autonomije monetarne politike na nacionalnom nivou za države koje su usvojile evro; istovremeno, devizni kursevi država članica evrozone mogu da fluktuiraju u odnosu na ostatak sveta. Takođe je navedeno da je princip nemogućeg trojstva nekoliko puta „redizajniran“, i u „modernizovanom“ modelu simultano mogu da se ostvare samo dva od nova tri cilja: nacionalni fiskalni suverenitet, autonomna monetarna politika i klauzula o zabrani preuzimanja dugova.

Naučni doprinos doktorske disertacije

Glavni ciljevi ove disertacije, pored ekonomskog razumevanja krize evra i njenih najverovatnijih posledica, su trostruki:

- 1) da omogući sveobuhvatno razumevanje šta je izazvalo krizu evra, što uključuje političke, ideacione, institucionalne, kao i ekonomske i finansijske faktore
- 2) da utvrdi kako nedostaci u dizajnu evra mogu dugoročno da se reše
- 3) da definiše koja potencijalna budućnost postoji za jedinstvenu evropsku valutu i njene korisnike.

Glavni doprinos rada se odnosi na ispitivanje uticaja svetske ekonomske krize na evrozonu. Disertacija je ukazala na sve nedoslednosti u socioekonomskoj konstrukciji

evrozone zbog kojih nisu kreirani mehanizmi neophodni za uravnotežen i održiv razvoj Evropske monetarne unije kao i za amortizaciju spoljnih i unutrašnjih šokova sa kojima se vremenom susreću ekonomije. U radu je prikazano u kojoj meri su uzroci krize primarno endogene prirode, a u kojoj meri su posledica eksternog šoka u vidu preliivanja globalne finansijske krize na evropsko tržište. Ovaj finansijski kolaps je otkrio da, kontra očekivanjima, Evropska unija nije imala dovoljno sredstava da zaustavi spiralu širenja insolventnosti koja je kulminirala u vidu krize privatnog i javnog duga u evrozoni.

Naučni doprinos se odnosi i na testiranje teorijske pretpostavke vezane za optimalnu valutnu zonu na konkretnom primeru država članica evrozone. Pokazano je da evrozona nije OCA, niti je to bila od svog nastanka, zato što ispunjava samo pola kriterijuma. Prikazani su statusi integracije u OCA i odstupanja zbog šokova usled krize u evrozoni, kao i interpretacija krize na osnovu dva mišljenja:

- 1) stava Evropske komisije - kako se stepen ekonomske integracije između država povećava, asimetrični šokovi se ređe javljaju
- 2) stava Pola Krugmana - kada ekonomska integracija raste, uključene države se više specijalizuju, i više su izložene asimetričnim šokovima.

Poseban fokus rada je na principu nemogućeg trojstva, na kom je evrozona bazirana, a koji je od inicijalne Mundell-Fleming-ove trileme nekoliko puta „redizajniran“. Efikasnost primenjenih mera politike je prikazana kroz njihovu povezanost sa novim principom nemogućeg trojstva. Naučni doprinos rada podrazumeva i izradu mogućih scenarija za rešavanje krize u evrozoni, u vidu ispunjavanja „konzistentnog trojstva“ u cilju primene konkretnih koraka za rešavanje i dalje prisutnih ekonomskih nedoslednosti. Dat je predlog kombinovanih mera regulatornih intervencija koje bi trebalo da se primene kako bi slične krize bile izbegnute u budućnosti, kao i planirane faze završetka konstrukcije EMU.

U ovom radu je, po prvi put, prema saznanju autora, dat sveobuhvatan prikaz evrozone. Upravo to i predstavlja doprinos ovog rada u odnosu na ranija istraživanja i radove drugih autora iz ove oblasti, koji su se fokusirali isključivo na specifične aspekte EMU. Tim procesom je potvrđena značajnost razumevanja EMU, koja predstavlja jedinstven slučaj u dva aspekta:

- 1) to je prva monetarna unija u kojoj su se države članice dogovorile da iz upotrebe izbace nacionalne valute i uvedu novu jedinstvenu valutu - evro
- 2) u vođenju ekonomske politike se kombinuje centralizovana monetarna politika i decentralizovana fiskalna politika, koja je ostala u nadležnosti država članica.

O ovoj temi nema mnogo naučno-istraživačkih radova napisanih na srpskom jeziku. Samim tim je od velikog kako naučno-stručnog tako i društvenog značaja, i to ne samo za velike već i za male države kao što je Srbija, koje imaju aspiracije da se pridruže projektu evrozone čija je budućnost još neizvesna. Ovaj rad, iz objektivnih okolnosti i jasnog usmerenja, nije obuhvatio ni uticaj globalne krize na nacionalnu ekonomiju niti istraživanje Srbije kao potencijalnog kandidata za pristup EU. U skladu sa tim, ovaj rad otvara bogato polje mogućnosti za buduća istraživanja u ovoj oblasti.

LITERATURA

Knjige:

1. Baimbridge, M., Whyman, P.B., (2015), *Crisis in the Eurozone: Causes, Dilemmas and Solutions*, Palgrave Macmillan, Hampshire.
2. Balassa, B. (1961), *Towards a Theory of Economic Integration*, Kyklos International Review for Social Sciences, John Wiley & Sons Ltd.
3. Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill International UK Limited, London.
4. Cassis, Y., (2011), *Crises and Opportunities: The Shaping of Modern Finance*, Oxford University Press, Oxford.
5. Cobb, R. W., Elder, C. D., (1983), *Participation in American Politics: The Dynamics of Agenda Building*, John Hopkins University Press, Baltimore.
6. Cobb, R. W., Ross, M. H., (1997), *Cultural Strategies of Agenda Denial: Avoidance, Attack and Redefinition*, University of Kansas Press, Kansas.
7. Craig, P.P., De Burca, G., (2011), *The Evolution of EU Law*, Oxford University Press, New York.
8. De Grauwe, P., (2003), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.
9. Džombić, I.J., (2012), *Evropska unija: prošlost, sadašnjost, budućnost*, Friedrich-Ebert-Stiftung, Sarajevo.
10. Eijffinger, S.C.W., De Haan, J., (2000), *European Monetary and Fiscal Policy*, Oxford University Press, New York.
11. European Central Bank, (2011), *Price Stability: Why It is Important for You*, European Central Bank, Frankfurt.
12. European Central Bank, (2011), *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt.
13. European Central Bank, (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt.
14. Furtula, S., Marković, D., (2010), *Monetarni sistem Evropske unije*, Grafički centar InterPrint, Kragujevac.
15. Golubović, S. (2012.), *Fiskalna pravila u Evropskoj monetarnoj uniji*, Studentski kulturni centar Niš.
16. Haas, E. B., (1958), *The Uniting of Europe: Political, Economic and Social Forces, 1950-1957*, Stevens, London.
17. Heipertz, M., Verdun, A. (2010), *Ruling Europe: the Politics of the Stability and Growth Pact*, Cambridge University Press, Cambridge.
18. Ingram, J. C., (1962), *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, Ralleigh: University of North Carolina Press.
19. Issing, O., (2008), *The Birth of the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge.
20. Jones, B. D., Baumgartner, F. R., (2005), *The Politics of Attention: How Government Prioritizes Problems*, University of Chicago Press, Chicago.
21. Krugman, P., (1991), *Geography and Trade*, MIT Press, Cambridge.
22. Lasswell, H. D., (1958), *Politics: Who Gets What, When and How*, Meridian Books, New York.

23. Lastra, R. M., (2006), *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press, New York.
24. Loureiro, J., (1996), *Monetary Policy in the European Monetary System*, Springer, Berlin.
25. Lynn, M., (2011), *Bust: Greece the Euro and the Sovereign Debt Crisis*, Bloomberg, London.
26. Marsh, D., (2011), *The Euro: The Battle for the New Global Currency*, New Haven: Yale University Press.
27. Matthijs, M., Blyth, M., (2015), *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York.
28. Minsky, H., (1986), *Stabilizing and Unstable Economy*, Yale University Press, New Heaven.
29. Mintz, N.N. (1970), *Monetary Union and Economic Integration*, New York University Press, New York.
30. Monnet, J., (1978), *Memoirs*, Doubleday, Garden City, New York.
31. Moravcsik, A., (2007), *The European Constitutional Settlement*, Making History, European Integration and Institutional Change at Fifty, The State of the European Union, Oxford University Press, Oxford.
32. Padoa-Schioppa, T., (2004), *The Euro and Its Central Bank: Getting United After the Union*, Cambridge, MA: MIT Press.
33. Polanyi, K., (1944), *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, Beacon Press, Boston.
34. Princen, S., (2009), *Agenda-Setting in the European Union*, Palgrave Macmillan, London.
35. Prokopijević, M., (2007), *Evropska monetarna unija*, Građevinska knjiga, Beograd.
36. Rosamond, B., (2002), *Theories of Political Integration*, The European Union Hand-book, Fitzroy Dearborn Publishers, London.
37. Rumsfeld, D., (2012), *Known and Unknown: A Memoir*, Penguin Publishing Group, New York.
38. Scheller, H.K., (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, European Central Bank, Frankfurt.
39. Smits, R., (1997), *The European Central Bank: Institutional Aspects*, Kluwer Law International, Hague.
40. Taleb, N. N., (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House Publishing Group, New York.
41. Van Overtveldt, J., (2011), *The End of the Euro*, Chicago: Agate Publishing.
42. Varoufakis, Y., (2011), *The Global Minotaur: America, the True Origins of the Financial Crisis and the Future of the World Economy*, Zed Books, London.

Članci:

1. Adamović, Lj., (2011), »Ekonomska kriza i održivi razvoj«, *Svarog: Naučno-stručni časopis za društvene i prirodne nauke* 3: 17-25.
2. Afxentiou, P., (2000), »Convergence, the Maastricht Criteria, and Their Benefits«, *The Brown Journal of World Affairs* 7 (1): 245-254.

3. Artis, M. J., (2003), »The Stability and Growth Pact: Fiscal Policy in the EMU«, u Breuss, F., Fink, G., Griller, S. , *Institutional, legal and Economic Aspects of the EMU*, Springer-Verlag, Wien.
4. Baldwin, R., Gros, D., (2010), »The Euro in Crisis – What to Do?« u Baldwin, R., Gros, D., Leaven, L., *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, 1-24.
5. Bara, Y. E. Brischoux, M., Sode, A., (2015), »Labour Mobility in the EU: Dynamics and Policies«, *Trésor-Economics* 143: 1-8.
6. Beck, H., Prinz, A., (2012), »The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity«, *Intereconomics* 47 (1): 39-43.
7. Becker, J., Jäger, J., Weissenbacher, R., (2015), »Uneven and Dependent Development in Europe: The Crisis and its Implications« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 81-98.
8. Benczes, I., (2013), »The Impossible Trinity of Denial. European Economic Governance in a Conceptual Framework«, *Transylvanian Review of Administrative Sciences* 39 E/2013: 5-21.
9. Bilas, V., (2005), »Teorija optimalnog valutnog područja: euro i europska monetarna unija«, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* 3.
10. Bordo, M. D., Kydland, F. E., (1995), »The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration«, *Explorations in Economic History* 32: 423-464.
11. Crowley, P., (2006), »Is there a Logical Integration Sequence After EMU«, *Journal of Economic Integration* 21 (1): 1-20.
12. De Grauwe, P., (2006), »What have We learnt about Monetary Intergation since the Maastricht Treaty«, *Journal of Common Market Studies* 44 (4): 711-730.
13. Dellas, H., Tavlas, G. S., (2009), »An Optimum-Currency-Area Odyssey«, *Journal of International Money and Finance* 28: 1117-1137.
14. Di Quirico, R., (2010), »Italy and the Global Economic Crisis«, *Bulletin of Italian Politics* 2 (2): 3-19.
15. Dorrucchi, E., Fratzscher, M., Mongelli, F. P., (2004), »The Link between Institutional and Economic Integration: Insights for Latin America from the European Experience«, *Open Economies Review* 15: 239-260.
16. Dosenrode, S., (2010), »Federalism Theory and Neo-Functionalism: Elements for an Analytical Framework«, *Perspectives on Federalism* 2 (3), Centro Studi Sul Federalismo.
17. Fabbrini, F., (2013), »The Fiscal Compact, the "Golden Rule", and the Paradox of European Federalism«, *Boston College International and Comparative Law Review* 36 (1): 1:38.
18. Feldstein, M., (2012), »The Failure of the Euro: The Little Currency That Couldn't«, *Foreign Affairs* 91(1).
19. Fleming, J. M., (1971), »On Exchange Rate Unification«, *The Economic Journal* 81 (323): 467-488.
20. Frankel, J.A., Rose, A. K., (1998), »The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria«, *The Economic Journal* 108 (449): 1009-1025.
21. Friedman, M. , (1953), »The Case for Flexible Exchange Rates«, u Friedman, M. *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press, Chicago, 157-203.

22. Grgić, M., Bilas, V., Šimović, H., (2006), »Financijska liberalizacija, monetarna i fiskalna politika Europske unije«, *Seriya članaka u nastajanju 06-14*, Sveučilište u Zagrebu.
23. Grgić, D., Kordić, G., (2011), »Analogija krize zemalja s margine eurozone s krizom u Bosni i Hercegovini i Hrvatskoj«, *Ekonomski misao i praksa* 01/2011: 203-224, Sveučilište u Dubrovniku.
24. Grubišić, Z., (2005), »Sistem i politika deviznog kursa danas u svetu«, *Ekonomski anali* 50 (165): 55-80, Ekonomski fakultet.
25. Haberler, G., (1970), »The International Monetary System: Some Recent Developments and Discussions in Approaches to Greater Flexibility«, u Halm, G., *Exchange Rates*, Princeton University Press: 115-123.
26. Hall, P. (2014), »Varieties of Capitalism and the Euro Crisis«, *West European Politics* 37 (6): 1223-1243.
27. Hart, P., (1993), »Symbols, Rituals and Power: The Lost Dimensions of Crisis Management«, *Journal of Contingencies and Crisis Management* 1 (1): 36–50.
28. Hay, C., (1996), »Narrating Crisis: The Discursive Construction of the Winter of Discontent«, *Sociology*, 30 (2): 253 – 277.
29. Helleiner, E., (2015), »The Future of the Euro in a Global Monetary Context« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 233-248.
30. Inman, R.P., Rubinfeld, D.L., (1994), »The EMU and Fiscal Policy in the New European Community: An Issue for Economic Federalism«, *International Review of Law and Economics* 14: 147-161.
31. Kennen, P., (1969), »The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View«, u Mundell, R., Swoboda, A., *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press, Chicago, 41-60.
32. Kirshner, J., (2003), »The Inescapable Politics of Money«, u Kirshner, J., *Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*, Cornell University Press, New York, 3-24.
33. Laffan, B., (2015), »Framing the Crisis, Defining the Problems: Decoding the Euro Area Crisis«, u Schweiger, C., Magone, J. M., *The Effects of the Eurozone Sovereign Debt Crisis: Differentiated Integration between the Centre and the New Peripheries of the EU*, Routledge, New York, 8-22.
34. Lakić, S., (2009), »Finansijska kriza - debalans rizičnih profila«, *Montenegrin Journal of Economics* 5 (9): 33-44.
35. Lerner, A. P., (1972), »The Economics and Politics of Consumer Sovereignty«, *American Economic Review* 62 (2): 258-266.
36. Lopandić, D., (2011), »Evrokriza i budućnost Evropske unije«, *Međunarodna politika* 62 (1144): 5-18.
37. Louis, J. V., (2007), »The Legal Foundations of the SGP in Primary and Secondary EC Law«, u Breuss, F., *The Stability and Growth Pact Experiences and Future Aspects*, Springer-Verlag, Wien, 1-30.
38. Lourtie, P., (2012), »Understanding Portugal in the Context of the Euro Crisis«, u Cline, W., Wolff, G. B., *Resolving the European Debt Crisis*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC, 51-94.
39. Matthijs, M., (2014), »The Eurozone Crisis: Growing Pains or Doomed from the Start« u Moschella, M., Weaver, C., *Routledge Handbook of Global Economic Governance*, Routledge, London, 201-217.

40. Matthijs, M., Blyth, M, (2015), »The Future of the Euro: Possible Futures, Risks, and Uncertainties« u Matthijs, M., Blyth, M, *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 249-269.
41. McKinnon R. (2004), »Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II«, *Journal of Common Market Studies* 42 (4): 689-715.
42. McKinnon, R., (1963), »Optimum Currency Areas«, *The American Economic Review* 53 (4): 717-725.
43. McNamara, K.R., (2015), »The Forgotten Problem of Embeddedness: History Lessons for the Euro« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 21-43.
44. Mihaljek, D. (1998), »Theory and Practice of Confederate Finances«, u Sorensen P.B., *Public Finance in a Changing World*, Palgrave Macmillan, 193-220.
45. Moravcsik, A., (1993), »Preferences and Power in the European Community: A Liberal Intergovernmentalist Approach«, *Journal of Common Market Studies* 31(4): 473-524.
46. Moravcsik, A., (1998), *The Choice for Europe: Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht*, Cornell University Press, New York.
47. Mundell, R., (1961), »A Theory of Optimum Currency Area«, *The American Economic Review* 51 (4): 657-665.
48. Mundell, R., (1973), »Uncommon Arguments for Common Currencies«, (Madrid Conference on Optimum Currency Areas, 1970), u Johnson, H., Swoboda, A., *The Economics of Common Currencies: Proceedings*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
49. Mundell, R., (2012), »The European Fiscal Reform and the Plight of the Euro« *Global Finance Journal* 23: 65-76.
50. Niechoj, T. (2015), »Which Future for Europe? A Scenario Analysis of European Integration« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 151-168.
51. Obadić, A, (2005), »Koordinacija ekonomskih politika i fiskalni kriteriji konvergencije u procesu proširenja EU«, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* 3.
52. Parey, M., Waldinger, F., (2011), »Studying Abroad and the Effect on International Labor Market Mobility: Evidence from the Introduction of ERASMUS«, *Economic Journal* 121 (551): 194-222.
53. Parsons, C., Matthijs, M., (2015), »European Integration Past, Present and Future: Moving Forward through Crisis?« u Matthijs, M., Blyth, M., *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York, 210-232.
54. Perica, J., (2006), »Politički aspekti proširenja Europske unije«, *Pravnik* 40 (83): 163-185.
55. Prokopijević, M., (2010), »Križa evra i njene posledice«, u Vukotić, V., Maksimović, S., Goati, V., Šuković, D., Radovanović, V., *Križa i razvoj*, Centar za ekonomska istraživanja Instituta društvenih nauka, 94-109.
56. Radonjić, O., Zec, M., (2013), »Poslednji tango u evrozoni? Pukotine u evro konstrukt«, *Journal of Sociology, Social Psychology & Social Anthropology* 55 (1): 1-24.

57. Radovanović, D., Radovanović, D., (2013), »Svetska finansijska i ekonomska kriza: efekti do sada preduzetih mera«, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta* 7: 305-314.
58. Radovanović, V., Maksimović, M., (2010), »Tržišta rada i (ne)zaposlenost u Evropskoj uniji i Srbiji – regionalni aspekt«, *Zbornik radova* 60 (2), Geografski institut „Jovan Cvijić“ SANU.
59. Schelke, W., (2011), »A Tale of Two Crises: The Euro Area in 2008/09 and in 2010«, *European Political Science* 10(3): 375–383.
60. Schmidt, V., (2002), »Does Discourse Matter in the Politics of Welfare State Adjustment?«, *Comparative Political Studies* 35(2): 168–193.
61. Spolaore, E. (2013), »What is European Integration Really About? A Political Guide for Economists«, *Journal of Economic Perspectives*, 27(3): 125-144.
62. Stockhammer, E., Köhler, K., (2015), »Linking a Post-Keynesian Approach to Critical Political Economy: Debt-Driven Growth, Export-Driven Growth and the Crisis in Europe« u Jäger, J., Springler, E., *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*, Routledge, New York, 34-50.
63. Stojanović, B., (2011), »Dalekosežni uticaj nepredvidivog i neočekivanog«, *Filozofija i društvo* 22 (1): 279-290.
64. Šabić, A., (2006), »Reforma pakta o stabilnosti i rastu«, *Financijska teorija i praksa* 30 (3): 283-293.
65. Šimović, H., (2005), »Fiskalna politika u EU i Pakt o stabilnosti i rastu«, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* 3.
66. Tavlas, G.S., (1993), »The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas«, *The World Economy* 16 (6): 663-685.
67. Tavlas, G.S., (2004), »Benefits and Costs of Entering the Eurozone«, *Cato Journal*, Cato Institute, 24 (1-2): 89-106.
68. The Council of the European Union, (1997), »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* L 209 (40): 1-6.
69. The Council of the European Union, (1997), »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* L 209 (40): 6-12.
70. The Council of the European Union, (2005), »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 of the European Union* L 174 (48): 1-4.
71. The Council of the European Union, (2005), »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 of the European Union* L 174 (48): 5-10.
72. The Council of the European Union, (2011), »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 (54): 41-47.

73. The Council of the European Union, (2011), »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«, *Official Journal of the European Union* L 306 (54): 1-7.
74. The Council of the European Union, (2011), »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«, *Official Journal of the European Union* L 306 (54): 8-11.
75. The Council of the European Union, (2011), »Regulation (EU) No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 Amending Council Regulation (EC) No 1466/97 on the Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies«, *Official Journal of the European Union* L 306 (54): 12-24.
76. The Council of the European Union, (2011), »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 (54): 25-32.
77. The Council of the European Union, (2011), »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 (54): 33-40.
78. The Council of the European Union, (2013), »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 (56): 1-10.
79. The Council of the European Union, (2013), »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 (56): 11-23.
80. Tower, E., Willet, T., (1976), »The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility«, *International Finance Section 11*, Princeton University.
81. Vasiljević, B., Gobeljić, Z., (2011), »Politička ekonomija evra«, *Godišnjak Fakulteta političkih nauka*, godina V, broj 6: 159-175.
82. Wagner, H., (2001), »Preconditions for the Success of the European Monetary Union«, u Haller, M., *The Making of the European Union – Contributions of the Social Sciences*, Springer-Verlag, Berlin, 43-65.

Working papers:

1. Ad Hoc Team of the European System of Central Banks, (2015), »Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets«, Occasional Paper Series 159, www.ecb.europa.eu.

2. Amtenbrink, F., (2004), »The Three Pillars of Central Bank Governance - Towards a Model Central Bank Law or a Code of Good Governance?«, *www.imf.org*.
3. Arghyrou, M. G., Kantonikas, A., (2010), »The EMU Sovereign-Debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion«, *Economic Papers 436*, <http://ec.europa.eu/>.
4. Bank for International Settlements, (2009), »80th Annual Report«, *www.bis.org*.
5. Blyth, M., (2014), »Europe's Goldilocks Dilemma«, *Foreign Policy*, <http://foreignpolicy.com/2014/07/14/europes-goldilocks-dilemma/>.
6. Bordo, M.D., Jonung, L., (1999), »The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?«, *National Bureau of Economic Research Working Paper 7365*, *www.nber.org*.
7. Bräuninger, D., (2014), »The Dynamics of Migration in Euro Area«, *Deutsche Bank Research*.
8. Bräuninger, D., Majowski, C., (2011), »Labour Mobility in the Euro Area«, *Deutsche Bank Research*.
9. Breuss, F., (2011), »Downsizing the Eurozone into an OCA or Entry into a Fiscal Transfer Union«, *CESifo Forum 4/2011*: 5-12.
10. Buti, M., (2014), »A Consistent Trinity for the Eurozone«, <http://www.voxeu.org/>.
11. Caudal, N., Georges, N., Grossmann-Wirth, V., Guillaume, J., Lellouch, T., Sode A., (2013), »A Budget for the Euro Area«, *Trésor-Economics 120*: 1-12.
12. Cembalest, M., (2012), »The European Economic and Monetary Union: A Road Less Traveled«, *Eye on the Market*, J. P. Morgan.
13. Christoph, H., (2007), »Neoliberalism in the European Union, Studies in Political Economy«, *FORBA Discussion Paper 3/2007*: 61-90.
14. Claey's, G. Leandro, A., Mandra, A., (2015), »European Central Bank Quantative Easing: The Detailed Manual«, *www.bruegel.org*.
15. Clarke, S., Daley, C., (2010), »The Eurozone Crisis«, *CIVITAS Institute for the Study of Civil Society*, <http://civitas.org.uk>.
16. Cohen, B. J., (2009), »The Future of Reserve Currencies«, *Finance & Development 46 (3)*: 26-29, <http://www.imf.org/>.
17. Coeure, B., Pisani-Ferry, J., (2005), »Fiscal Policy in EMU: Towards a Sustainability and Growth Pact?«, *www.bruegel.org*.
18. Committee for the Study of Economic and Monetary Union, (1989), »Report on Economic and Monetary Union in the European Community«, http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf.
19. Cour-Thimann, P., Winkler, B., (2013), »The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure«, *Working Paper 1528*, *www.ecb.int*.
20. De Grauwe, P., (1999), »Independence and Accountability of Central Banks«, *Paper prepared for the Annual World Bank Conference in Paris on "Governance, Equity and Global Markets"*.
21. De Grauwe, P., (2011), »The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets«, *www.cesifo.org*.
22. De Grauwe, P., (2013), »Design Failures in the Eurozone – can they be fixed«, *European Economy, Economic Papers 491*, <http://ec.europa.eu/>.

23. Draghi, M., (2012), »Speech at the Global Investment Conference in London 26 July 2012«, Verbatim of the Remarks made by Mario Draghi, <https://www.ecb.europa.eu>.
24. Dragutinović, S., Vjetrov, A., Đurić, U., Radenković, T., Cvjetičanin, I., Žutić, E., Kalašić, O., (2009), »Svetska ekonomska kriza i posledice po privredu Srbije«, *FEFA*.
25. Eichengreen, B., (2014), »The Eurozone Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back«, *Notenstein Academy White Paper Series*.
26. European Central Bank, (2000), »Monetary Policy Transmission in the Euro Area«, *ECB Monthly Bulletin* July 2000, <https://www.ecb.europa.eu>.
27. European Central Bank, (2005), »Statement of the Governing Council on the ECOFIN Council's Report on Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact«, www.europa.eu.
28. European Central Bank, (2010), »The ECB's Response to the Financial Crisis«, *ECB Monthly Bulletin* October 2010, <https://www.ecb.europa.eu>.
29. European Central Bank, (2011), »Interview by Jean-Claude Trichet, with Das Bild, published 15 January 2011«, www.europa.eu.
30. European Central Bank, (2011), »Interview by Jean-Claude Trichet, with Financial Times Deutschland, published 18 July 2011«, www.europa.eu.
31. European Central Bank, (2011), »Interview by Jean-Claude Trichet, with El País, published 15 May 2011«, www.europa.eu.
32. European Central Bank, (2011), »The European Stability Mechanism«, *ECB Monthly Bulletin* July 2011, <https://www.ecb.europa.eu>.
33. European Central Bank, (2012), »A Fiscal Compact for a Stronger Economic and Monetary Union«, *ECB Monthly Bulletin* May 2012, <https://www.ecb.europa.eu>.
34. European Commission, (2009), »Geographical and Labour Market Mobility«, Special Eurobarometer 337, www.ec.europa.eu.
35. European Commission, (2012), »Ireland's Economic Crisis: How did it Happen and What is being Done about It?«, www.ec.europa.eu.
36. European Commission, (2013), »Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact«, Occasional Papers 150, www.ec.europa.eu.
37. European Commission, (2013), »Specifications on the Implementation of the Two Pack and Guidelines on the Format and Content of Draft Budgetary Plans, Economic Partnership Programmes and Debt Issuance Reports«, ECOFIN, www.ec.europa.eu.
38. European Commission, (2013), »Strengthening the Social Dimension of the Economic and Monetary Union«, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, www.ec.europa.eu.
39. European Commission, (2015), »Public Opinion in the European Union«, Standard Eurobarometer 83, www.ec.europa.eu.
40. European Commission, (2015), »The 2015 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2013-2060)«, European Economy Series 3, www.ec.europa.eu.
41. Eyraud, R., Wu, T. (2015), »Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe«, IMF Working Paper, WP/15/67, www.imf.org.

42. Fatas, A., Mihov, I., (2010), »The Euro and Fiscal Policy«, u Alesina, A., Giavazzi, F., *Europe and the Euro*, National Bureau of Economic Research, 287-324, www.nber.org/chapters/c11656.
43. Feldstein, M., (2005), »The Euro and the Stability Pact«, <http://www.nber.org/papers/w11249>.
44. Feldstein, M., (2009), »Reflections on Americans' Views of the Euro Ex Ante«, *National Bureau of Economic Research Working Paper 14696*, www.nber.org.
45. Feldstein, M., (2010), »Let Greece Take a Eurozone 'Holiday'«, *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/0/72214942-1b30-11df-953f-00144feab49a.html>.
46. Filipović, S., (2009), »Srpska privreda na udaru globalne ekonomske krize«, *Kopaonik biznis forum 2009, Savez ekonomista Srbije i UKDS*.
47. Fond za otvoreno društvo, Evropski Pokret, Srbija, (2015), »Evropa 2020«, <http://www.emins.org/>.
48. Fontana, A., Scheicher, M., (2010), »An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds«, Working Paper 1271, www.ecb.int.
49. Frankel, J., (2015), »The Euro Crisis: Where to From Here?« Faculty Research Working Paper Series, www.hks.harvard.edu.
50. Gali, J., Monacelli, T., (2005), »Optimal Fiscal Policy in a Monetary Union«, *Center for Economic Policy Research Discussion Paper 5374*.
51. González-Páramo J. M, (2011), »The Banking Sector Towards the "New Normal": Some Considerations«, speech at the "Jornada de la Banca" organised by PWC and IE Business School, Madrid, <http://www.bis.org/>.
52. Harari, D., (2014), »Causes of the Eurozone Crisis: A Summary«, *UK House of Commons Library Standard Note SN06831*.
53. Harari, D., (2015), »Greek Debt Crisis: Background and Developments in 2015«, Briefing Paper 7114, *UK House of Commons Library*.
54. Huart, F., Tchakpalla, M., (2015), »Labour Mobility in the Euro Area During the Great Recession«, www.euroframe.org.
55. Issing, O., (2006), »The ECB's Monetary Policy: Why Did We Choose a Two Pillar approach?«, 4th ECB Central Banking Conference: The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twentyfirst Century, Frankfurt, 10 November, www.ecb.int.
56. Issing, O., (2006), »Europe's Hard Fix: The Euro Area«, speech in Vienna 24 February 2006«, <https://www.ecb-europa.eu>.
57. Jaeger, (2002), »The ECB's Monetary Pillar: An Assesment«, IMF Working Paper, WP/03/82, www.imf.org.
58. Juncker, J. C., (2015), »Completing Europe's Economic and Monetary Union«, www.ec.europa.eu.
59. Juncker, J. C., (2015), »Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area«, www.ec.europa.eu.
60. Katić, N., (2010), »Kriza evrozone«, <http://nkatic.wordpress.com/>.
61. Kennedy, S., Robbins, J., Delorme, F., (2001), »The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance«, *Fiscal Rules Conference*.
62. Kopits, G., Symansky, S., (1998), »Fiscal Policy Rules«, IMF Occasional Paper 162, www.imf.org.
63. Maraš, I., (2015), »Budućnost Evropske monetarne unije«, Institut za pravo i finansije d.o.o., www.ipf.rs.

64. Matthijs, M., (2011), »Not Just a German Problem: Lessons from the EMU Sovereign Debt Crisis for Global Adjustment«, <http://crookedtimber.org/>.
65. Mayer, J., (2012), »Forget Euro Breakup - Think Mutation«, Wall Street Journal, <http://www.wsj.com/>.
66. McBride, J., (2015), »The Role of the European Central Bank«, <http://www.cfr.org/>.
67. Međunarodna Organizacija Rada, (2010), »Sindikati i socijalni dijalog u vreme krize: Slučaj Srbije«, www.ilo.org/.
68. Mongelli, F. P., (2008), »European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory«, Economic Papers 302, www.ecb.europa.eu.
69. Mongelli, F.P., (2002), »New Views on the Optimum Currency Theory: What is EMU telling Us?«, Working Paper 138, www.ecb.int.
70. Mongelli, F.P., (2013), »The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance between 'Sceptics' and 'Advocates' shifting?«, Occasional Paper Series 144, www.ecb.europa.eu.
71. Morris, R. Ongena, H., Schuknecht, L. (2006), »The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact«, Occasional Paper Series 47, www.ecb.int.
72. Nelson, R.M., Belkin, P., Mix, D.E., Weiss, M.A., (2012), »The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress«, Congressional Research Service, www.crs.gov.
73. Obstfeld, M., (2013), »Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis«, European Economy, Economic Papers 493, <http://ec.europa.eu/>.
74. Otero-Iglesias, M., (2015), »The Eurozone: Victim of its Own Success and Dogmas«, <http://www.europeanfinancialreview.com/>.
75. Richter, F., Wahl, P., (2011), »The Role of the European Central Bank in the Financial Crisis and the Crisis of the Euro-Zone«, Report based on a WEED Expert Meeting, *World Economics, Environment and Development Association*, Berlin.
76. Schlosser, P., (2014), »The Expansion of Fiscal Surveillance in EMU: an Actor-Centric Analysis«, European University Institute, *Paper presented at the conference "Five Years of Crisis - Lessons Learned and Paths towards a Resilient European Monetary Union"*.
77. Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P., Start, J., (2011), »The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform«, Occasional Paper Series 129, www.ecb.int.
78. Shambaugh, J.C., (2012), »The Euro's Three Crises«, *Brookings Papers on Economic Activity*.
79. Spolaore, E., (2015), »The Political Economy of European Integration«, CESifo Working Paper Series 5247, www.cesifo.org/wp.
80. Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, (2012), »Euro Area Labour Markets and the Crisis«, Occasional Paper Series 138, www.ecb.europa.eu.
81. Taylor, P., Emmott, R., (2014), »Euroskeptic Election Surge Gives EU Headache«, *Reuters* (May 26), <http://www.reuters.com/>.
82. The Council of the European Union, (2005), »Presidency Conclusions – Brussels 22 and 23 March 2005«, www.europa.eu.
83. Watt, A., (2008), »The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Causes and the Repercussions«, *European Economic and Employment Policy Brief 3*.

84. Werning, I., Farhi, E., (2012), »Fiscal Unions«, *NBER Working Paper 18280*.
85. Wolf, M., (2010), »The Greek Tragedy deserves a Global Audience«, *Financial Times*,
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/eeef5996-0532-11df-a85e-00144feabdc0.html>.
www.ecb.europa.eu.
86. Zimmerman, K. F., (2012), » The Future of the Eurozone: Labor Market Reforms, Mobility and Human Capital«, Panel Discussion: „Adjusting Competitiveness Differentials among Eurozone Members“,
www.iza.org/files/121109_KFZ_Lyon.pdf.

Web sites:

1. <http://europa.eu/>
2. <https://www.ecb.europa.eu/>
3. <http://ec.europa.eu/>
4. <http://www.euribor-rates.eu/>
5. <http://www.emmi-benchmarks.eu/>
6. <http://bruegel.org/>
7. <http://www.bloomberg.com/>
8. <http://www.consilium.europa.eu/>
9. <http://www.ebf-fbe.eu/>
10. <http://www.efsf.europa.eu/>
11. <http://www.esm.europa.eu/>
12. <https://www.bundesfinanzministerium.de>
13. <https://www.wikipedia.org/>