

Др Срђан Голубовић

---

Европска монетарна унија  
Институционални аспекти

Др Срђан Голубовић  
Европска монетарна унија  
Институционални аспекти  
I издање, 2007. године

Рецензент;  
Др Милорад Божић  
редовни професор Правног факултета у Нишу

Издавач:  
Правни факултет у Нишу  
- Центар за публикације

За издавача:  
Проф. др Мирољуб Симић, декан

Компјутерска обрада:  
Бранко Стевановић

Штампа:  
Пунта Ниш, 2007.

Тираж:  
100 примерака

© Сва права задржава издавач. Није дозвољено да ова књига или било који њен део буду снимљени, емитовани нити репродуковани на било који начин, укључујући и фотокопирање, фотографију, магнетни упис или било који други вид записа, без претходне писмене дозволе издавача.

ISBN  
978-86-7148-073-4

Др СРЂАН ГОЛУБОВИЋ

**ЕВРОПСКА МОНЕТАРНА УНИЈА**  
**Институционални аспекти**

Ниш, 2007.



## САДРЖАЈ

|                 |   |
|-----------------|---|
| ПРЕДГОВОР ..... | 9 |
|-----------------|---|

### І ДЕО СТВАРАЊЕ ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

|   |    |
|---|----|
| 1. Монетарне уније у прошлости .....                          | 11 |
| 2. Шта је монетарна унија?.....                               | 17 |
| 3. Настанак Европске монетарне уније .....                    | 19 |
| 3.1. Први кораци према европској монетарној интеграцији ..... | 19 |
| 3.2. Европски монетарни систем.....                           | 23 |
| 3.3. Стварање Европске монетарне уније (ЕМУ) .....            | 26 |
| 3.3.1. Делоров извештај .....                                 | 26 |
| 3.3.2. Уговор о Европској унији.....                          | 28 |
| А) Прва фаза у стварању ЕМУ .....                             | 28 |
| Б) Друга фаза.....  | 29 |
| В) Припреме за увођење јединствене валуте .....               | 35 |
| 4. Аргументи за и против монетарне уније.....                 | 38 |
| 4.1. Теорија оптималног валутног подручја .....               | 38 |
| 4.2. Користи и трошкови стварања монетарне уније.....         | 40 |
| 4.2.1. Потенцијалне користи .....                             | 41 |
| 4.2.2. Трошкови ЕМУ .....                                     | 45 |

### ІІ ДЕО ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИРИ ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

|   |    |
|---|----|
| 1. Институционална структура ЕМУ .....              | 49 |
| 2. Механизми координације економске политике .....  | 51 |
| 3. Субјекти Европске монетарне уније.....           | 53 |
| 3.1. Европски систем централних банака (ЕСЦБ) ..... | 53 |
| 3.1.1. Правни статус ЕСЦБ.....                      | 54 |
| 3.1.2. Структура ЕСЦБ .....                         | 56 |
| 3.2. Европска централна банка .....                 | 60 |
| 3.2.1. Регулаторна моћ ЕЦБ .....                    | 60 |

|  |    |
|--|----|
| 3.2.2. Остале надлежности ЕЦБ.....               | 62 |
| 3.2.3. Независност Европске централне банке..... | 63 |
| 3.2.4. Јавност и одговорност у раду ЕЦБ.....     | 69 |
| 3.3. Положај националних централних банака.....  | 75 |

### III ДЕО

#### МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА: ЦИЉЕВИ, СТРАТЕГИЈА И ИНСТРУМЕНТИ

|   |     |
|---|-----|
| 1. Вођење монетарне политике: теоријски приступ.....        | 77  |
| 2. Циљеви и задаци Европског система централних банака..... | 80  |
| 2.1. Стабилност цена –примарни циљ монетарне политике.....  | 81  |
| 2.2. Подршка осталим циљевима економске политике.....       | 84  |
| 2.3. Задаци Европског система централних банака.....        | 85  |
| 2.4. Пруденциона контрола финансијских институција.....     | 90  |
| 3. Стратегија монетарне политике.....                       | 91  |
| 3.1. Правила насупрот дискрецији.....                       | 92  |
| 3.2. Стратегија монетарне политике ЕЦБ.....                 | 94  |
| 3.2.1. Референтна вредност монетарног агрегата М3.....      | 95  |
| 3.2.2. Процена кретања цена.....                            | 96  |
| 4. Инструменти монетарне политике.....                      | 98  |
| 4.1. Операције на отвореном тржишту.....                    | 101 |
| 4.2. Кредитирање од стране ЕЦБ.....                         | 104 |
| 4.3. Обавезне резерве.....                                  | 105 |
| 4.4. Екстерне операције.....                                | 106 |

### IV ДЕО

#### ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА У ЕВРОПскоЈ МОНЕТАРНОЈ УНИЈИ

|   |     |
|---|-----|
| 1. Координација монетарне и фискалне политике у ЕМУ.....      | 109 |
| 1.1. Аргументи у корист координације.....                     | 110 |
| 1.2. Потреба дефинисања фискалног правила.....                | 111 |
| 2. Институционални оквири вођења фискалне политике у ЕМУ..... | 113 |

|  |     |
|--|-----|
| 2.1. Уговор из Мастрихта и фискална правила.....       | 114 |
| 2.2. Пакт о стабилности и расту.....                   | 115 |
| 2.2.1. Поступак у случају прекомерног дефицита.....    | 116 |
| 2.2.2. Имплементација Пакта о стабилности и расту..... | 120 |
| 3. Реформа Пакта о стабилности и расту.....            | 123 |
| 3.1. Предлог Комисије за реформу Пакта.....            | 123 |
| 3.2. Основни елементи реформе.....                     | 125 |
| 4. Делотворност реформисаних фискалних оквира.....     | 129 |
| 4.1. Предности и недостаци реформисаног система.....   | 129 |
| 4.2. Квалитет измењених фискалних правила.....         | 131 |

### V ДЕО

#### ПРОШИРЕЊЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ЕВРОПСКА МОНЕТАРНА УНИЈА

|   |     |
|---|-----|
| 1. Европски интеграциони процеси.....   | 137 |
| 1.1. Стицање пуноправног чланства у ЕУ.....   | 139 |
| 1.2. Вођење монетарне политике у периоду пре стицања пуноправног чланства у ЕУ..... | 142 |
| 2. Новопримљене земље чланице и ЕМУ.....  | 146 |
| 2.1. Поступак пријема нових чланица ЕУ у монетарну унију.....                       | 147 |
| 2.1.1. Номинална конвергенција земаља чланица ЕУ.....                               | 149 |
| 2.1.2. Процес реалне конвергенције.....   | 154 |
| 2.2. Промене у начину одлучивања ЕЦБ.....   | 159 |
| 3. Институционални оквири увођења евра.....   | 162 |
| 3.1. Механизам девизних курсева (ERM II).....                                       | 162 |
| 3.1.1. Аргументи у корист ERM II.....   | 166 |
| 3.1.2. Време прикључења механизму девизних курсева.....                             | 167 |
| 3.2. Правни оквири увођења евра у новима земљама чланицама.....                     | 172 |

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА..... | 177 |
|--------------------------|-----|

|                 |     |
|-----------------|-----|
| ЛИТЕРАТУРА..... | 181 |
|-----------------|-----|

## **ПРЕДГОВОР**

*Стварање европске економске и монетарне уније на крају XX века по много чему представља јединствени подухват. Монетарно уједињење подразумева увођење новог монетарног режима са јединственом монетарном политиком и заједничком валутом за велики део Европе. Монетарна интеграција није окончан процес. Напротив, упоредо са ширењем Европске уније одвија се процес прилагођавања, који треба да омогући пријем нових држава чланица у монетарну унију. Ово утолико пре, ако се има у виду да за ове земље не важи клаузула дерогације, односно да се у њиховом случају не поставља питање да ли ће, већ када ће постати чланице Европске монетарне уније.*

*Монетарна традиција показује да, углавном, свака суверена држава настоји да задржи ексклузивно право емитовања и управљања токовима новца. Међутим, историјски посматрано, постојали су увек изузеци – када земље, руковођене политичким и економским разлозима, одлуче да заједно са другим државама формирају неки од облика монетарне уније. Стварањем европске монетарне уније (ЕМУ), земље чланице преносе монетарну сувереност на наднационални ниво. То, између осталог, значи да се ове земље лишавају могућности да воде аутономну монетарну и девизну политику. Тиме се економској политици ускраћује важан ослонац у остваривању утврђених циљева. Усвајање јединствене валуте од стране земаља чланица ЕУ, свакако, представља најзначајније ограничење монетарног суверенитета које је постигнуто споразумом између суверених држава. Државе чланице монетарне уније су се сагласиле да пренесу основне атрибуте монетарне суверености на интернационално тело, на које оне могу утицати само до одређеног степена. Поред тога, увођењем заједничке валуте, евра, на подручју Европске уније почетком 1999. године у безготовинском, а од 2002. године у готовинском облику, учињен је велики корак према стварању јединственог европског привредног простора. Остваривање овог циља започето је стварањем заједничког европског тржишта, настављено увођењем заједничке валуте, са идејом да се реализује даљом хармонизацијом прописа који се односе на функционисање интерног тржишта.*

*Значај и актуелност теме, као и непостојање обимнијих систематизованих научних истраживања институционалних аспеката монетарне интеграције европских држава, определили су ме да научној и*

*стручној јавности понудим монографију под називом „Европска монетарна унија – Институционални аспекти“. Циљ овог рада је да се на аналитичан начин презентирају решења која се односе на институционалну структуру монетарне уније, стратегију, циљеве, и инструменте монетарне политике. Такође се обрађују и питања координације са фискалном политиком, делотворност фискалног правила, као и функционисање Европске монетарне уније у контексту проширења Европске уније новим чланицама.*

*Користим ову прилику да се искрено захвалим рецензенту др Милораду Божичићу, редовном професору Правног факултета Универзита у Нишу, на свесрдној подршци и корисним сугестијама. Захвалност дугујем и издавачу који је омогућио објављивање ове монографије.*

*У Нишу, март 2007. године*

*Аутор*

## I ДЕО

### СТВАРАЊЕ ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

#### 1. МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ У ПРОШЛОСТИ

Идеја о стварању монетарне уније између суверених држава је широко промовисана у деветнаестом веку, углавном у Европи<sup>1</sup>. Тежња ка монетарном уједињењу постојала је независно од чињенице да су током историје многе националне валуте биле чврсто повезане фиксним девизним курсом, који је подразумевао класичан златни стандард.

Први значајнији кораци валутног повезивања европских земаља везују се за монетарни споразум потписан 1865. године, познат под називом Латинска монетарна унија (ЛМУ). Овај споразум окупио је Белгију, Италију, Швајцарску и Француску. Смисао овог споразума је у стандардизовању количине злата и сребра садржане у валутама. Монетарним аранжманом створени су услови за успостављање биметалног система и стварање основе за повратак на функционисање златног и сребрног новца између земаља чланица. Код биметалистичког система, новчана јединица дефинисана је у злату и у сребру, али са сталним, законом утврђеним, вредносним односима између та два метала. Формирањем Латинске монетарне уније унифициране су основне карактеристике златног и сребрног новца у свим земљама чланицама, које се односе на тежину, легуру и др. Такође је утврђен курс у односу на новчане јединице других земаља. Овом монетарном споразуму касније се поступно придружила и Грчка 1868. године, мада је формално постала чланица тек 1876. године. У политичком смислу, монетарно партнерство је остварено чак и раније као резултат независне одлуке Белгије, Грчке, Италије и Швајцарске да свој монетарни систем дефинишу по узору на француски. Мада су земље чланице Латинске монетарне уније ковале и новац пуне вредности исте ковничке стопе, исте легуре, као и ситан новац са ознаком истог броја новчаних јединица (франака, односно лира и сантима) само јавне благајне појединих земаља су биле обавезне да примају новац осталих земаља саговорница - код којих је тај новац имао

<sup>1</sup> Опширније о покушајима монетарног повезивања током деветнаестог века види: Bartel J. Robert, "International Monetary Unions: The XIX Century Experience", „Journal of European Economic History“, No.3, 1974, p.689-704.



тзв. касени курс или течај (*public receivability*).<sup>2</sup> Латинска монетарна унија поставила је јединствене стандарде у погледу националних валута. У основи овог монетарног аранжмана је формална унија девизног курса, с тим што је управљање обухваћеним валутама и даље представљало надлежност монетарних власти држава чланица. За државе чланице постоји реципрочна обавеза да прихвате новац друге земље чланице *al pari* и без ограничења. Убрзо након оснивања, крајем 1860. године, Латинска монетарна унија била је изложена снажном нападу због глобалног повећања понуде сребра. Депересијација, до које је дошло, водила је суспензији сребрног новца у свим земљама чланицама и трансформисању ЛМУ, односно напуштању биметалног стандарда. Међутим, и поред тога аранжман је успео да се очува све до прекида глобалних монетарних односа током I светског рата. Латинска монетарна унија формално је престала да постоји 1927. године, након одлуке Швајцарске да се повуче из овог аранжмана.

На иницијативу Француске одржана је 1867. године у Паризу међународна конференција о новчаном систему. Она је разматрала питање једнообразног ковања златног новца и усвојила до тада најсмелије предлоге који су икада учињени. Свакако најамбициознији пројекат ове конференције био је пројекат увођења "универзалног новца", тако да свака земља прилагоди количину злата у својим кованицама у вредности од 25 француских франака. Основу за то представљала је чињеница да су британска, француска и америчка валута садржале приближно исту количину злата.<sup>3</sup> На међународној монетарној конференцији у Паризу, одржаној 1867. године, предложено је стварање универзалне кованице која би садржала количину злата коју је имало 25 француских франака. На конференцији, представници двадесет земаља, без британског учешћа, подржали су предлог стварања универзалног новца и, истовремено, позвали на смањење количине злата у британској фунти и америчком долару. Међутим, ни један од планова промовисних на конференцији није оживотворен, због непостојања одговарајуће политичке воље.

Формирање Латинске монетарне уније убрзало је иницијативу за оснивање, умногоме сличне, Скандинавске монетарне уније. Током 1872. године, Данска, Норвешка и Шведска потписале су Скандинавску

<sup>2</sup> По речима *V. Meichsner*-а једино је у Италији и Швајцарској новац земаља саговорница имао законски курс за сваког. Међутим то је важило на основу домаћих прописа, а не на бази међународног права. Наведено према: *Meichsner Vjekoslav, Основе монетарног права*, „Информатор“, Загреб, 1981, стр. 7.

<sup>3</sup> Тако је 25 француских франака садржало 112.008 грама злата, британска фунта 113.001, а америчких 5 долара су садржали 116.1. грама.

монетарну конвенцију.<sup>4</sup> Као и у случају Латинске монетарне уније, овај монетарни аранжман имао је за циљ стандардизовање постојећег новца; мада је за разлику од ЛМУ одмах на почетку заснован на златном стандарду. Потписивањем овог споразума централне банке су успоставиле систем међудржавних права вучења. Трансакције између земаља чланица биле су ослобођене камате и осталих намета. Добро функционисање монетарне уније утицало је на њено даље проширење и доношење одлуке 1894. године о прихватању новчаница других земаља чланица без ограничења. Мада је подразумевала нешто чвршћу повезаност, ипак ни она није поседовала централизовану монетарно-кредитну политику. У свим овим аранжманима, свака земља је, поред заједничких одредби, задржала своју монетарну сувереност, која се огледала и у сопственом монетарном законодавству.<sup>5</sup>

Монетарно уједињење немачких држава претходило је политичком уједињењу, што у извесном смислу пружа могућност повлачења паралеле са процесом стварања економске и монетарне уније европских држава. Политичком уједињењу, претходило је стварање царинске уније (*Zollverein*) потписивањем царинског савеза 1832. године немачких кнежевина и краљевина, на челу са Пруском. Упоредо са тим, створена је и привидна монетарна унија, која је фактички подразумевала два одвојена валутна подручја: једно које су чиниле углавном већина северних држава, са талиром као основном монетарном јединицом и друго подручје, које је укључивало државе на југу земље, са основном новчаном јединицом флорином. Ово монетарно уједињење није било потпуно будући да су неке значајне немачке државе остале ван монетарног споразума (нпр. Бремен, Хамбург).<sup>6</sup> Немачко монетарно уједињење остваривано је поступно. Најпре је 1837. године потписан минхенски споразум о кованом новцу који, међутим, није био потпун с обзиром на то да су неке земље одлучиле да задрже своју монетарну сувереност. Током 1838. године, Дрезденском конвенцијом свака од држава је била обавезана да прихвати једну од две

<sup>4</sup> Скандинавску монетарну конвенцију Данска и Шведска су ратификовале следеће године, док је Норвешка то учинила 1875. године.

<sup>5</sup> Више о историји монетарних унија види: *Cohen Benjamin, "Monetary Unions"*, *EH.Net Encyclopedia*, edited by Robert Whaples. January 24, 2003. URL <http://eh.net/net/encyclopedia/article/cohen.monetary.unions>

<sup>6</sup> Након Бечког конгреса 1815. године, 35 кнежевина и четири слободна града су имали пуну сувереност и самосталност у уређивању монетарних система. Више о монетарном уједињењу Немачке види: *Capite Forrest, Monetary Unions in Historical Perspective: What Future for the Euro in the International Financial System*, „*Open Economies Review*“, No.9, 1998, str. 87-90.

валуте које су биле у оптицају. Важан аспект конвенције је да она успоставља перманентни фиксни девизни курс између два валутна подручја царинске уније. Следећи корак био је Бечки ковнички споразум из 1857. године. Овим споразумом предвиђен је монометалистички систем и утврђени стандарди у погледу сребрног кованог новца, под чврста ограничења стављена циркулација и ковање златног новца, забрањена конверзија злата у сребро и на тај начин предупређена појава биметалистичког система. Такође се питање емисије папирног новца посебно уређује, првенствено због Аустрије чији папирни новац није био конвертибилан. Споразум је инсистирао на конвертибилности, а ковани новац је постао стандардизован након 1857. године.<sup>7</sup> Политичким уједињењем Немачке 1871. године инициране су значајне промене у немачком монетарном систему: најпре, долази до конверзије монетарног стандарда и увођења златног стандарда; затим је извршена замена талира марком као средством обрачуна и најзад, формирана је јединствена централна банка која је, у пракси, монополизувала право ковања новца. Након дуготрајног процеса и политичког уједињења, Немачка постаје потпуна монетарна унија.

Током деветнаестог века пажњу заслужују и покушаји монетарног уједињења, а који су директно повезани са политичким уједињењем Швајцарске, односно Италије. Монетарно уједињење Швајцарске настаје као резултат политичког уједињења 1848. године. Пре тога, постојало је 22 кантона и много различитих валута у оптицају. Након широке дискусије о начину рационализације таквог система преовладало је опредељење за новчани систем који се заснива на француском франку. Стварање монетарне уније у Италији настаје као резултат политичког уједињења 1861. године. Када је политичко уједињење комплетирано, било је неопходно да се уклоне многе препреке трговини, укључујући и присуство различитих новчаница у оптицају. Годину дана касније, уводи се јединствени новчани систем са лиром као основном новчаном јединицом. Такође, усвојен је и биметални стандард који је био прихваћен од стране земаља најзначајнијих партнера Италије, која заједно са својим најзначајнијим трговинским партнерима приступа координацији монетарног система под окриљем Латинске монетарне уније.

<sup>7</sup> Новчана јединица се дуго дефинисала као одређена количина племенитог метала - металистичко схватање.

Табела бр. 1.

### ХРОНОЛОГИЈА МОНЕТАРНИХ ИНТЕГРАЦИЈА

| Монетарна унија              | година      |
|------------------------------|-------------|
| Немачка                      | 1834-1871   |
| Швајцарска                   | 1848        |
| Аустријско-Немачко уједињење | 1857        |
| Италија                      | 1861        |
| Латинска монетарна унија     | 1865-1926   |
| Скандинавска монетарна унија | 1872/4-1914 |

Извор: F. Carie, *Op. cit.* p. 81.

У првој половини двадесетог века у Европи су регистроване монетарне уније углавном уз учешће мањих земаља које су се повезивале са већим суседним државама. Најпознатија је, свакако, економска и монетарна унија Белгије и Луксембурга, успостављена 1922. године, која је била на снази више од седам деценија, све до успостављања Европске монетарне уније (ЕМУ) 1999. године. Монетарни аранжман између ових земаља одређивао је да белгијска новчана јединица (белгијски франак) представља законско средство плаћања у обе земље. Такође, само Белгија је имала централну банку са потпуним овлашћењима. Највиша монетарна установа Луксембурга, тзв. Монетарни институт, имао је ограничено право емитовања новчаница, при чему је емитовани новац представљао законско средство плаћања само на територији Луксембурга. Независно од формалноправног постојања заједништва у монетарној сфери, Луксембург је суштински припадао белгијском монетарном систему све док се обе земље нису прикључиле Европској монетарној унији. Други пример успешног повезивања две земље је дуготрајна веза која је постојала између британске фунте и новчане јединице Ирске. Након првог светског рата, ирска влада је одлучила да девизни курс своје новчане јединице чврсто веже у односу на британску фунту. Мада није била заснована на формалном споразуму, монетарна унија је егзистирала у стварности. Ова врста монетарне уније остала је на снази све до 1979. године, када се Ирска придружила Европском монетарном систему, а Британија остала изван њега.

У новијој историји било је примера добровољног одрицања од дела монетарне суверености и у другим деловима света, углавном

потписивањем монетарних савеза.<sup>8</sup> Најчешће је реч о бившим колонијама некадашњих империјалних сила, које недостатак кредибилитета монетарних власти надомешћују ступањем у одговарајуће монетарне аранжмане. Тако је 1959. године, уз подршку Француске, формирана Афричка финансијска заједница заснована на француском франку, која обухвата два облика монетарног повезивања: Централно-афричку монетарну унију и Западно-афричку монетарну унију.<sup>9</sup> По решењима ова монетарна унија је најближа концепту валутног одбора. Као пример мултинационалне монетарне уније са јединственом монетарном влашћу формиране у некадашњим британским колонијама издвајамо Источно-карибску валутну унију.<sup>10</sup> Токове новца у овој монетарној унији контролише Источно-карибска централна банка, као једино овлашћена институција да емитује новац у седам земаља чланица.

Досадашње искуство нам показује да су у прошлости примењивани различити институционални модели монетарне интеграције. Анализа различитих облика монетарног повезивања показује да се примењени монетарни аранжмани углавном разликују у погледу: валуте, положаја централне банке и степена економске и политичке интеграције између земаља чланица. У погледу валуте могуће су три опције. Прво, монетарне уније које подразумевају постојање супранационалне валуте, (на пример, Европска монетарна унија, где се евро испољава као јединствена валута), друга могућност је да се унутар монетарне уније користи валута једне земље чланице (Швајцарска и Линхештајн су користиле швајцарски франак, а Швајцарска национална банка је координирала њихову монетарну политику). И, на крају, трећа могућност је постојање националних валута али са неопозивим фиксирањем девизног курса. На пример, Белгија и Луксембург су имале различите валуте са фиксним девизним курсом (однос утврђен на 1:1.) и уз могућност коришћење обеју валута као законских средстава плаћања.

<sup>8</sup> Више о облицима монетарне интеграције види: Corden W.M, *Monetary integration*, „Essays in International Finance“, No 93, 1972.

<sup>9</sup> Централно-афричка монетарна унија обухвата: Чад, Камерун, Централно-афричку републику, Конго, Габон и Гвинеју, док Западно-афричку монетарну унију чине: Обала Слоноваче, Бенин, Буркина Фасо, Нигерија, Сенегал, Того и Мали.

<sup>10</sup> Ова монетарна унија постоји још од 1965. године. Садашња унија функционише на основу споразума од јула 1983. године. Више о садашњим и будућим правцима монетарне интеграције види: Proctor Charles, *Mann on the Legal Aspect of Money*, Sixth edition, Oxford University Press, 2005, p. 630-632.

## 2. ШТА ЈЕ МОНЕТАРНА УНИЈА?

Основа сваког новчаног система, као правног уређења монетарних односа у земљи, је новчана јединица, а прва и главна манифестација монетарне суверености је њено одређивање, односно њено дефинисање.<sup>11</sup> Монетарна сувереност може бити ограничена споразумима које једна држава закључи са другим државама или приступањем некој међународној организацији. На пример, државе чланице Међународног монетарног фонда преузимају обавезу да у монетарној сфери поступају у складу са обавезама предвиђеним Статутом ММФ-а, што до извесне мере ограничава њихов монетарни суверенитет.<sup>12</sup> Поред тога, монетарна сувереност може бити у потпуности пренета на наднационалне институције формирањем монетарне уније. Према дефиницији *F. Mann-a* под монетарном унијом се подразумева заједнички монетарни систем више независних држава са јединственом валутом коју емитује јединствена централна банка, (или се, бар, емитује у њено име) и која представља законско средство плаћања у државама чланицама уније.<sup>13</sup> Монетарна унија између две или више држава постоји ако су кумулативно испуњени следећи услови:

- Кључна одлика монетарне уније је постојање монетарне институције (централне банке) снабдевене ексклузивним правом емитовања новца, који представља законско средство плаћања. Поред тога, врховна монетарна власт мора да има моћ да утиче на висину каматне стопе и повећање, односно смањење кредитне активности, као и право да управља девизним резервама држава чланица. У монетарној унији, централна банка има монопол у вођењу монетарне политике, и она

<sup>11</sup> Поред тога, монетарна сувереност укључује и друга овлашћења попут доношења прописа о ковању новца, емитовању новчаница, одређивању девизног курса, регулисању платног промета, овлашћењима централне монетарне институције и др. Наведено према: Meichsner Vjekoslav, *Op. cit.*, стр. 4.

<sup>12</sup> Заузврат чланице ММФ-а уживају погодности међународне монетарне стабилности, као својеврсног заједничког добра, односно добијања финансијске подршке у случају да се земља суочи са платнобилансним тешкоћама и макроекономском нестабилношћу. Види опширније о ограничавању монетарне суверености земаља приступањем ММФ-у: Gianviti François, *Current Legal Aspects of Monetary Sovereignty*, IMF, 2002, p. 3-5.

<sup>13</sup> Наведено према: F.A. Mann, *Legal Aspect of Money*, 5th edition, Oxford: Clarendon Press, 1992. p.505.



води рачуна о укупној понуди новца.<sup>14</sup> То значи да националне централне банке губе право да воде аутономну монетарну политику и, уместо тога, постају институције које су у потпуности подређене централној банци уније.

- У свакој монетарној унији постоји јединствена валута или уколико је у оптицају више валута валутни курсеви држава, које чине унију, морају бити у сталном фиксном односу, што не искључује могућност заједничког колебања према осталим валутама.<sup>15</sup> Наравно, уколико је присутно више валута, унутар уније постоји потпуна конвертибилност, што значи да се не примењују мере девизне контроле текућих и капиталних трансакција. Иако не подразумева нужно заједничку валуту, стварање монетарне уније, по правилу, је праћено увођењем заједничке валуте. Сама чињеница да је формирана заједничка валута носи са собом бројне предности: а) она представља симбол жељене дуговечности створене уније и чврстог опредељења држава чланица које оне манифестују жртвовањем сопствене валуте као националног симбола; б) она редукује трошкове трансакција између различитих земаља, с обзиром на то да елиминише потребу за конверзијом валута; в) и гарант је политичке неутралности чиме се предупредује евентуални страх мањих земаља да ће валута најмоћније земље чланице уније имати *de facto* статус јединствене валуте.

- С обзиром на то да у монетарној унији може постојати само јединствени девизни курс у односу на валуте других земаља, само по себи се подразумева да мора постојати и јединствена девизна политика. Штавише, овај монетарни аранжман нужно садржи и одредбе којима се, до извесне мере, ограничава и слобода у креирању и вођењу укупне економске политике. Наиме, државе које приступају унији морају се

<sup>14</sup> То, међутим, не искључује могућност да ковани новац и новчанице у оптицају у свакој од земаља чланица имају различите монетарне знакове.

<sup>15</sup> Монетарна унија може бити креирана на један од два начина. Прво, две или више државе могу се споразумети да сопствени новац замене потпуно новим заједничким новцем (валутно уједињење). Слично решење, подразумева постојање одвојених валута, али које су међусобно чврсто повезане фиксним девизним курсом (механизам девизних курсева), попут некадашње економске и монетарне уније Белгије и Луксембурга. Други облик монетарног уједињења подразумева да држава унилатерално, или уз формални споразум, замени сопствену валуту валутом неке друге државе. Овај приступ познат је под називом доларизација. Више о моделима креирања монетарних унија види: Benjamin Kohen, *Monetary Union : The Political Dimension*, in. D. Salvatore, J. W. Deen and T. D. Wjillett, „The Dollarization Debate“, Oxford University Press, 2003, p. 221-222.

споразумети о неком облику координације и униформности у вођењу економске политике и регулисању фискалних, финансијских, трговинских и других економских питања од којих, између осталог, зависи и дуговечност монетарног аранжмана.

Монетарна интеграција у први план истиче две димензије суверености. Једна је сувереност у политичком смислу, а друга сувереност у правном смислу. Сувереност у политичком смислу подразумева способност да се води политика (економска), независно од обавеза према другим земљама. Сувереност у правном смислу односи се на способност државе да доноси законе без унутрашњих или спољних ограничења.

Једно од међурешења између потпуне независности са слободним девизним курсом и потпуне уније са валутном унификацијом је систем фиксног девизног курса. Када се држава определи за фиксни девизни курс, она се лишава аутономије у вођењу монетарне политике и, у складу са тим, механизма прилагођавања у случају неравнотеже у платном билансу. Укратко, фиксни девизни курс жртвује сувереност политике у области новца.<sup>16</sup> Фиксирање девизног курса значи губитак суверености у монетарној сфери због тога што земља са таквим курсом не може да контролише сопствену монетарну судбину. Са стварањем ЕМУ дошло је до значајних промена у политичкој суверености. Девизни курс земаља чланица је неповратно фиксиран, а вођење монетарне политике за читаво подручје је под контролом Европске централне банке. С друге стране, замена националне валуте евром почев од 1. јануара 2002. године повлачи за собом значајне импликације у погледу правне суверености земаља које су укључене у овај процес. Право да се емитује новац, које је вековима третирано код основно обележје политичке независности и једна од кључних компоненти суверености у правном смислу, стварањем ЕМУ преноси се на наднационални ниво.

### 3. НАСТАНАК ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

#### 3.1. Први кораци према европској монетарној интеграцији

Идеја о монетарном уједињењу европских држава јавља се након другог светског рата, као део ширег економског и политичког повезивања ових земаља. Једна од могућих полазних тачака у развоју монетарне уније,

<sup>16</sup> Види опширније: Mundell A. R, *Monetary Unions and the Problem of Sovereignty*, „ANNALS AAPSS“, No 579, January 2002, p. 124-125.



свакако, представља потписивање Римског уговора, који је ступио на снагу 1. јануара 1958. године и којим је, након формирања Европске заједнице за угља и челик (ЕЗУЧ), основана Европска економска заједница (ЕЕЗ) и Европска заједница са атомску енергију (ЕУРАТОМ). У овом уговору нема експлицитних одредби о формирању монетарне уније. Наравно, творцима овог споразума није ни било на уму стварање монетарне уније, већ су иницијално циљеви били ограничени на остваривање царинске уније и заједничког тржишта, са слободним протоком роба, услуга, капитала и радне снаге.<sup>17</sup> У овом споразуму, наслов II о економској политици садржи неколико чланова који су били важни за економску и монетарну координацију. Тако је члан 104. утврђивао обавезу држава чланица да воде економску политику на начин који ће осигурати равнотежу у билансу плаћања, стабилност домаће валуте, висок ниво запослености и стабилност цена. У овом делу Уговор је садржао одредбе (члан 105.) које се односе на обавезу координирања економске политике земаља чланица, као и политике у монетарној сфери, либерализовања текућих трансферних плаћања за робу и услуге (члан 106), као и одредбе које се односе на примену заштитних мера за земље које се суочавају са платнобилансним тешкоћама (чл. 108. и 109.).

За стварање монетарне уније европских држава изузетну важност има формирање Монетарног комитета (чл.105. (2)), који су сачињавали по два представника земаља чланица и два представника изабрана од стране Комисије<sup>18</sup>. Реч је о органу консултативног карактера при Комисији, са задатком да „прати монетарну и финансијску ситуацију у државама чланицама и Заједници, као и да припрема одговарајућа мишљења и извештаје Комисији и Савету“. Идеја о стварању заједничке валуте за земље чланице ЕЕЗ први пут се експлиците помиње у меморандуму Комисије (*Marjolin Memorandum*)<sup>19</sup> у коме се позива на стварање царинске уније која ће резултирати стварањем економске уније до краја шездесетих година прошлог века и неповратним фиксирањем девизног курса валута земаља чланица. Међутим, због процене да систем ММФ-а обезбеђује довољну стабилност девизних курсева одустаје се од развијања институционалних аранжмана који би уређивали ово питање. Уместо тога, 1964. године долази до формирања Комитета гувернера централних

<sup>17</sup> Прве земаље чланице ових Заједница биле су: Француска, СР Немачка, Италија, Белгија, Луксембург и Холандија.

<sup>18</sup> Институционална структура ЕЕЗ преузета је од ЕЗУЧ, с тим што је уместо Високе Власти, носилац наднационалних овлашћења у ЕЕЗ била Комисија, док је централну улогу у систему одлучивања имао Савет министара.

<sup>19</sup> European Commisision's Memorandum of 24 October 1962.

банака, како би се олакшао контакт између банака и обезбедила координација у вођењу монетарне политике.

Све до краја шездесетих година, систем успостављен споразумом у *Bretton Woods*-у, заснован на концепту фиксних курсева и валутне конвертибилности за текуће економске трансакције, успешно је функционисао. Штавише, овај систем стварао је добру монетарну основу за експанзију спољне трговине и раст светске производње. Међутим, током шездесетих година привреде појединих земаља се брже развијају од осталих, док се, у исто време, друге земље суочавају са инфлацијом. Услед овакве диспропорције проблем платнобилансне равнотеже избија у први план. Тако су Француска, Италија и Велика Британија биле принуђене да изврше девалвацију, док су Немачка, Холандија и Швајцарска биле обавезне да изврше ревалвацију своје валуте.

Криза у бретонвудском систему крајем шездесетих и почетком седамдесетих година допринела је реафирмацији идеје о стварању европског монетарног система. Тако је 1969. године у Хагу одлучено да се, у условима све веће економске нестабилности, ЕЕЗ мора трансформисати у економску и монетарну унију. Искуство са монетарним поремећајима утицало је на то да Комисија и Савет предузму кораке који треба да онемогуће појаву монетарних криза и обезбеде већу координацију економске и монетарне политике. Тако је, на предлог Комисије, Савет министара усвојио Меморандум о потреби економске и монетарне кооперације у Заједници, познат под називом "план Бар"<sup>20</sup>. Овим меморандумом су дефинисани механизми краткорочне и средњорочне монетарне и финансијске подршке којом би се пружила помоћ земљи чланице суоченој са платно-билансним тешкоћама. На подлози овог плана, Савет министара је 6. марта 1970. године донео одлуку о формирању експертске радне групе, на чијем челу се нашао председник луксембуршке владе *P. Werner*. Као резултат рада ове радне групе настао је Извештај Савету и Комисији о могућности креирања економске и монетарне уније (План *Werner*). Овим извештајем било је предвиђено фазно стварање економске и монетарне уније у периоду од 1971. године до 1980. године. Планом *Werner* дефинисани су задаци са чијим остварењем би се још више подстакли процеси интеграције земаља Заједнице. Као најзначајнији задаци обухваћени овим планом издвајају се:

<sup>20</sup> Communication from the Commission to the Council regarding the formulation of a plan by stages with a view to the creation of economic and monetary union, 12 February 1969. Назив меморандума дат је по Рајмонду Бару, гувернеру централне банке Француске.

- Стварање економске уније од које се очекује да обезбеди слободну циркулацију средстава, услуга, лица и капитала, без нарушавања правила слободне конкуренције;

- Успостављање потпуне и неповратне конвертибилности националних валута, што је било предвиђено за 1987. годину;

- Елиминисање маргина флукуације при међусобној размени националних валута земаља чланица;

- Утврђивање фиксних паритета између валута земаља чланица.

Марта 1971. године државе чланице ЕЕЗ су се сагласиле са стварањем економске и монетарне уније.<sup>21</sup> У оквиру прве фазе, у Заједници се априла 1972. године доноси одлука о сужавању маргина флукуација валута земаља чланица. Основу уведеног система девизних курсева, иначе познатог под називом „европска валутна змија“, чинила је утврђена зона осцилације девизних курсева од +/-2,25%, од утврђеног централног курса у односу на амерички долар.<sup>22</sup> Значај овог система је двострук, јер је осим смањења флукуација девизног курса подразумевао и одређену стабилност у односу на долар, с обзиром на то да су биле ограничене и флукуације према долару. Спровођење плана подразумевало је стварање институционалних оквира који би представљали основ за краткорочну монетарну подршку и уједно омогућили усаглашену монетарну акцију централних банака земаља чланица. Априла 1973. године Уредбом Савета основан је Европски фонд за монетарну сарадњу<sup>23</sup>. Чланом 2. поменуте Уредбе утврђено је да је Фонд надлежан да: i) обезбеди ефикасно сужавање маргина флукуација девизног курса валута земаља Заједнице, ii) интервенише на девизном тржишту и iii) изврши поравнање обавеза насталих интервенцијама централних банака земаља чланица на девизним тржиштима. Генерална идеја овог аранжмана била је да уместо глобалног режима фиксних курсева - што је у основи представљао Бретонвудски систем - формира регионални режим фиксних курсева који би обухватао земље са сличним структурним карактеристикама.<sup>24</sup> Лоша страна механизма девизних

<sup>21</sup> Resolution of the Council and of the Representatives of the Governments of the Member States of 22 March 1971. on the attainment by stages of economic and monetary union in the Community, OJ C 28, 1971, p.1.

<sup>22</sup> Систем "змије у тунелу" креиран 1972. године представљао је оперативно решење за одржавање међусобне стабилности курсева европских валута.

<sup>23</sup> Фонд је формиран Уредбом Савеза Европске економске заједнице- Regulation (EEC) No907/73 of the Concil of 3 April 1973. establishing a European Monetary Co-operation Fund (OJ L 89, 5.4.1973, p.2.

<sup>24</sup> Тировић Милутин, *Девизни курсевци*, Београд, 2000, стр.106.

курсера била је сувише велика флексибилност, услед чега су неке земље релативно лако улазиле или излазиле из тог валутног аранжмана, у зависности од тога да ли је њихова национална валута јачала или слабила.<sup>25</sup>

### 3.2. Европски монетарни систем

И поред неуспеха „европске валутне змије“, идеја монетарног уједињења није у потпуности напуштена. Крајем осамдесетих година, на подстицај Немачке и Француске, „долази до стварања Европског монетарног система. На састанку Европског савета у Бремену, августа 1978. године, донета је одлука о оснивању Европског монетарног система, која је ступила на снагу марта 1979. године.<sup>26</sup> Чланство у овом аранжману било је на добровољној основи. Земље Бенелукса, Данска, Француска, Немачка и Италија су од почетака биле чланице овог механизма. Велика Британија се иницијално прикључила, затим иступила и, најзад, поново прикључила октобра 1990. године. Од 1991. године су све земље чланице, изузев Грчке, постале чланице монетарног система.<sup>27</sup> Успостављени механизам девизних курсера требао је да оствари следеће циљеве: (i) да успостави зону унутрашње и екстерне монетарне стабилности у ЕЕЗ (укључујући и ниску инфлацију и стабилан девизни курс); (ii) да обезбеди институционалне оквири који ће олакшати координацију економске политике земаља чланица; (iii) да помогне да се избегне глобална монетарна нестабилност вођењем заједничке политике *vis a vis* валуте других земаља чланица. На тај начин, би се створили услови за повећање монетарне стабилности и постепено попуштање контроле токова капитала. ЕМС у основи има три базичне компоненте:

<sup>25</sup> На пример, фунта стерлинг и ирска фунта су учествовале у систему девизних курсера у периоду април - јун 1972, а италијанска лира од априла 1972. до фебруара 1973. године. Француски франак, који је укључен у овај валутни аранжман од самог почетка, повукао се фебруара 1974. године, затим поново прихватио јула 1975. године, да би дефинитивно напустио овај механизам новембра 1976. године.

<sup>26</sup> Resolution of the European Council on the establishment of the European Monetary System (EMS) and related matters, Bull. EC 1978-5, at.5 Иначе, за датум формирања Европског монетарног система се узима 13. март 1979. године, када су централне банке чланице Заједнице потписале споразум о његовом оснивању у Базелу.

<sup>27</sup> Наведено према: Јањевић Милутин, *Европска монетарна унија: евро на европској и светској сцени*, „Међународни проблеми“, Београд, 1998, стр. 60.

- Кључну компоненту Европског монетарног система представља систем фиксних девизних курсева земаља чланица. Наиме, споразум је дефинисао механизам девизних курсева у чијој основи се налази чврста повезаност националних валута чланица, са допуштеним одступањем од +/-2,25%, док је за земље које су имале слабије валуте (Британија и Италија) максимална зона осцилације износила +/-6%. На тај начин, финансијске институције, предузећа, приватни инвеститори и остали економски актери имали су велики степен сигурности да у случају средњорочних и дугорочних трансакција неће доћи до неочекиваних промена. Осим тога, сужавање маргина флукуације имало је и један имплицитан циљ – приморавање држава чланица да међусобно усаглашавају економску политику коју воде.<sup>28</sup>

- Споразум уводи европску валутну јединицу – (еки од *ECU-European currency unit*), којом је замењена претходна европска обрачунска јединица (*European Unit of Account - EUA*). Вредност екија утврђена је на основу збира појединачно фиксираних вредности за сваку валуту земаља чланица, затим, њиховог удела у укупном бруто националном производу (БНП) и значаја за спољнотрговинску размену Заједнице.<sup>29</sup> Сви приходи и расходи буџета Заједнице исказивани су у европској валутној јединици. Истовремено, споразумом је утврђена заједничка стратегија према свим другим валутама, а нарочито према долару, у оквиру које све валуте обухваћене споразумом "пливају" према валутама трећих земаља.

- Трећу компоненту монетарног система чини могућност заједничке интервенције националних централних банака, као и интервенција из заједничког фонда за спашавање угрожене валуте, ако би дошло до валутних поремећаја валуте било које земље чланице. У

<sup>28</sup> Ниједна држава учесница механизма девизних курсева није била слободна у избору монетарне и девизне политике, већ је била у обавези да девизни курс националне валуте одржава у утврђеним границама флукуације. Види опширније: Fischer C. Thomas, *An American Looks at the European Union*, „European Law Journal“, Vol. 12, No.2, 2006, p.240.

<sup>29</sup> Свака национална валута имала је пондер који је зависио од њене економске снаге а која је изражавана учешћем у укупном бруто друштвеном производу, трговини у оквиру регионалног простора и учешћем националног буџета у укупном буџету свих земаља. У валутној корпи немачка марка је учествовала са више од 30%, француски франак са 19%, енглеска фунта 12 %, италијанска лира са нешто мање од 10% итд.

настојању да предупреди честе интервенције, ЕМС је увео систем упозорења у облику индикатора дивергенције.<sup>30</sup>

Поверење у механизам девизних курсева озбиљно је нарушено 1992. године. Страх подстакнут очекивањем да Француска неће ратификовати споразум из Мастрихта довео је до поремећаја на девизном тржишту. Капитал деноминан у валутама земаља чланица, чије су привреде бележиле лоше перформансе, нагло је повлачен у корист немачке марке која се третира као најсигурнија валута, посебно у контексту настојања немачке централне банке да високим каматним стопама задржи стабилност цена, која је могла бити угрожена порастом буџетског дефицита и повећаним трошковима немачког уједињења. Први талас тензија довео је до тога да су Британија и Италија повукле своје валуте из ERM система. Други талас тензија на девизним тржиштима средином 1993. године довео је до одлуке о проширењу маргине дозвољених осцилација са +/-2,25% на +/-15%.

Даљи подстицај стварању економске и монетарне уније дат је усвајањем Јединственог европског акта на међувладиној конференцији одржаној 26-27. фебруара 1986. године у Луксембургу и његовим ступањем на снагу 1987. године. Превасходни циљ усвајања Јединственог европског акта је спровођење циљева Беле књиге о комплетирању унутрашњег тржишта чланица Заједнице. Усвајањем овог акта озваничен је циљ стварања јединственог тржишта до краја 1992. године. У складу са тим, долази до промена у начину законодавног одлучивања Савета.<sup>31</sup>

Усвајањем Јединственог европског акта долази до прве значајне ревизије оснивачких уговора европских заједница и приступа институционалним променама. Главна сврха усвојеног документа била је у томе што се озваничује циљ стварања јединственог тржишта, спроводе институционалне промене којима се мења начин доношења одлука у функцији стварања јединственог тржишта и наглашава потреба јачања монетарног капацитета Заједнице, како би се остварила економска и монетарна унија. У то време, постојао је растући консензус да ће тржиште без унутрашњих граница повезати националне привреде много ближе, као

<sup>30</sup> Праг дивергенције био је +/-75% флукуације валуте у односу на еки. Више о функционисању европског монетарног система види: Јовановић Мирослав, *Европска економска интеграција*, Београд, 2004, стр. 103-106.

<sup>31</sup> Већинско гласање у сарадњи са Европским парламентом, када се ради о питањима јединственог тржишта, односи се на: слободно кретање капитала, забрану дискриминације, слободно кретање радника, и право настањивања. Наведено према: Илић Гордана, *Реформе Европске уније - Институционални аспекти*, Београд, 2004, стр.52-53.



и да ће знатно повећати степен економске интеграције у Заједници. То би повратно редуковало простор за маневре у националној политици и обавезало земље чланице да приступе конвергенцији националних економских политика. Уколико би та конвергенција изостала, пуна слобода кретања капитала и интегрисано финансијско тржиште створили би превелик терет за заједничку монетарну политику.

### 3.3. Стварање европске монетарне уније (ЕМУ)

Интеграциони процес подразумевао је много интензивнију и ефикаснију координацију у вођењу економске политике, за шта постојећи институционални оквир није био довољан. Такође, међу земљама чланицама све више је сазревало становиште да јединствено тржиште неће довести до реализације свих потенцијалних користи без јединствене валуте. Увођење јединствене валуте би осигурало већи степен ценовне транспарентности за потрошаче и инвеститоре, елиминисало ризик промене девизног курса, смањило трансакционе трошкове и, најзад, значајно увећало богатство унутар Заједнице.

#### 3.3.1. Делоров извештај

Јуна 1988. године на састанку Европског савета у ХанOVERу потврђен је циљ о убрзаној реализацији економске и монетарне уније.<sup>32</sup> На том састанку формиран је и комитет под председништвом Ж. Делора, са задатком да предложи конкретне кораке који ће довести до монетарне уније. Остале чланове комитета чинили су гувернери централних банака и група монетарних стручњака. Делоров извештај<sup>33</sup> као циљ стварања европске монетарне уније навео је управљање монетарном и економском политиком ради остваривања заједничких макроекономских циљева. Монетарна унија се одређује као валутно подручје унутар којег се политике воде заједнички у циљу утврђених заједничких макроекономских циљева. У овом извештају се као претпоставке од којих зависи стварање ЕМУ издвајају:

<sup>32</sup> Bull. EC 1988-6, at 20.

<sup>33</sup> Bull. EC 1989-4, at 8. Децембра 1989. године у Стразбуру Европски савет прихватио је овај извештај. Против је била једино Велика Британија. Европски савет је предложио заказивање међувладине конференције чији је једини задатак био прихватање концепта економске и монетарне уније. На крају Европски савет коначно је одлучио да прва фаза предвиђена Делоровим извештајем започне 1. јула 1990. године.

- Потпуна либерализација капиталних трансакција и интеграција финансијског сектора. Либерализација кретања капитала је кључан услов за стварање монетарне уније. Према Делоровом извештају, слободно кретање капитала је један од захтева који треба да се оствари у првој фази реализације ЕМУ. Још је Римски споразум садржао одредбе о слободном кретању капитала, које заједно са слободним кретањем добара, услуга и лица чини основне слободе на којима се заснива Заједница. Тако се у члану 67. Уговора о оснивању изричито обавезују чланице Заједнице да, у току прелазног периода, постепено напуштају међусобна ограничења промета капитала који припада лицима настањеним у државама чланицама и све дискриминације које се заснивају на држављанству или месту боравка где је капитал инвестиран.<sup>34</sup> Међутим, ова одредба је доста ублажена тиме што је предвиђено да ће се она примењивати у мери која је неопходна за функционисање заједничког тржишта.<sup>35</sup> Почетни напредак прекинут је 1970. године када неколико држава суочених са последицама рецесије приступа коришћењу инструмената девизне контроле да би пружили подршку домаћој монетарној политици и очували вредност домаће валуте. Наиме, члановима 73, 108. и 109. Уговора о ЕЕЗ дозвољава се употреба заштитних мера од стране Заједнице или од стране државе чланице уз сагласност Комисије.

У извештају се посебно наглашава потреба увођења јединственог европског новца. Поред тога, било је предвиђено и формирање нове институције - Европског система централних банака - чија би улога била да формулише и води монетарну политику Заједнице, учествује у банкарској супервизији на комунитарном нивоу, помаже државама чланицама да остваре ценовну стабилност и зауздају буџетски дефицит.

У погледу стварања Европске монетарне уније Делоров извештај дефинише три фазе у којима ће се створити услови за монетарно уједињење. Свака фаза подразумева остваривање одређених резултата, како на комунитарном нивоу тако и на нивоу држава чланица. Фазна реализација концепта монетарне уније подразумевала је примену следећих мера: у првој фази било је предвиђено предузимање мера којима ће се

<sup>34</sup> Види опширније: Вукадиновић Радован, *Право европске уније*, Крагујевац, 2006, стр.418.

<sup>35</sup> Задржавању ограничења у кретању капитала допринела је и одлука Суда правде да се члан 67 не може директно применити, нити да има директно дејство. (Случај 203/80 *Casati* (1981) ECR 2595.) Оваквом судском праксом остављен је простор за задржавање девизне контроле, чак и након завршетка прелазног периода до када је требало да се оствари заједничко тржиште.



комплетирати унутрашње тржиште, смањити разлике у економској политици земаља чланица, уклонити све препреке финансијској интеграцији и интензивирати монетарна сарадња; друга фаза би представљала прелазни период у коме би се дефинисали најважнији органи, поставила организациона структура монетарне уније и смањиле економске разлике између земаља учесница; у трећој фази би се одговорност за вођење монетарне политике у потпуности пренела на институције Заједнице.

### 3.3.2. Уговор о Европској унији

Највећи део предлога дефинисаних Делоровим извештајем усвојени су Уговором о Европској унији. Тако је Уговор о Европској заједници (УоЕЗ), који је саставни део Уговора из Маастрихта, допуњен насловом VII (бивши наслов VI), који уређује питање стварања економске и монетарне уније. Октобра 1990. године донета је одлука о стварању нове монетарне институције, састављене од централних банака земаља чланица и централне банке на комунитарном нивоу, која би сносила пуну одговорност за вођење монетарне политике. Уговор о ЕУ прецизно дефинише структуру монетарне уније и утврђује динамику реализације овог концепта (чл. 98-104.).

#### А) Прва фаза у стварању ЕМУ

Према утврђеној динамици, прва фаза у стварању економске и монетарне уније почела је 1. јуна 1990. године и обухватила три компоненте:

- Укидање свих ограничења кретању капитала. Први кораци у либерализацији токова капитала, односно уклањању свих облика ограничења кретања капитала и плаћања добара и услуга, остварени су Упутством бр. 88/361, донетим 1. јула 1990. године.<sup>36</sup> Већ првим чланом Упутства, државе чланице се обавезују да укину ограничења и потпуно либерализују кретање капитала између својих резидената, као и да омогуће да се сви трансфери капитала обављају по истом девизним курсу као и текућа плаћања. Либерализацијом су обухваћени сви послови

<sup>36</sup> Појединим земљама остављен је простор да изврше потребна прилагођавања. Тако су Ирска и Шпанија могле да задрже одређене рестрикције до 1992. године, а Грчка и Португал све до 1995. године. Грчка, Ирска и Португал одрекле су се девизне контроле и пре истека овог периода, тако да је слободно кретање капитала према наведеном Упутству постало ефективно 1994. године.

кретања капитала, посебно они који су ранијим упутствима били изузети: финансијски послови и кредити, послови текућих рачуна, депозити и послови на новчаном тржишту.<sup>37</sup> Одредбама чл.56. Уговора о ЕЗ забрањују се сва ограничења кретања капитала и платног промета између држава чланица, као и држава чланица и трећих земаља.<sup>38</sup>

- Усвајање прописа којима се националним централним банкама забрањује тзв. фискално финансирање, односно одобравање кредита држави ради финансирања дефицита. У оквиру ове фазе, државе чланице су дужне и да развију механизме којима ће онемогућити државним и парадржавним телима повлашћен приступ финансијским институцијама.

- Повећање степена монетарне координације. У оквиру треће тачке, већ постојећем Комитету гувернера централних банака земаља чланица Заједнице одлуком Савета марта 1990. године дата је додатна одговорност, која се односила на обавезу консултација и промовисања координације у вођењу монетарне политике са циљем успостављања ценовне стабилности.<sup>39</sup> Ради постизања трајне конвергенције, посебно у области стабилности цена и обезбеђивања здраве финансијске ситуације у јавном сектору, свака држава чланица била је у обавези да припреми вишегодишњи програм стабилизације, чију реализацију оцењује Савет министара на основу извешаја Комисије.<sup>40</sup>

#### Б) Друга фаза

Друга фаза у стварању економске и монетарне уније, према Уговору, почела је 1. јануара 1994. године. На почетку друге етапе оснива се и почиње са радом Европски монетарни институт (ЕМИ). Реч је о прелазном телу са задатком да припреми услове за прелазак у трећу фазу. Ово утолико пре, ако се има у виду да надлежност за вођење монетарне и девизне политике и даље припада националним централним банкама. Два су основна задатака Европског монетарног института:

- Продубљивање сарадње између националних централних банака и усклађивање монетарних политика држава чланица;

<sup>37</sup> Вукадиновић Радован, *Op. cit.* стр. 430.

<sup>38</sup> Поједини чланови Уговора о Европској унији наведени су према пречишћеном тексту Уговора. Лопандић Душко, *Оснивачки уговори Европске уније*, Београд, 2003.

<sup>39</sup> Council Decision 90/142/EEC of 12 March 1990 amending Council Decision 64/300/EEC on cooperation between the central banks of the Member States of the European Economic Community OJ 78, 24.3.1990, p.25.

<sup>40</sup> Види члан 116. (2.) УоЕЗ.

- Спровођење неопходних припрема за оснивање европског система централних банака, вођење јединствене монетарне политике и креирање јединствене валуте у току треће фазе. Као прелазно тело, ЕМИ је имао посебну надлежност (чл. 121.) да прати испуњавање критеријума конвергенције и о томе, заједно са Комисијом, подноси извештај Савету. Као што нам искуство говори, претпоставка дуговечности монетарне уније је политичко и економско уједначавање земаља чланица. С обзиром на то, Уговором (чл.121.) су били предвиђени одговарајући критеријуми на основу којих је процењивана способност земље да постане пуноправна чланица.

Критеријуми конвергенције, чијим испуњењем је условљено чланство у монетарној унији, дефинисани су кроз пет квантитативних показатеља:

(i) Конвергенција цена, односно инфлација. Годишња стопа инфлације, мерена индексом потрошачких цена, не сме бити виша од 1,5% просечне стопе инфлације у три земље са најнижом инфлацијом.

(ii) Фискална конвергенција. Овај критеријум тиче се стања јавних финансија земаља чланица и изражава захтевом задржавања буџетских дефицита на нивоу нижем од 3% бруто домаћег производа;

(iii) Стање јавних финансија држава чланица процењивало се и на основу критеријума јавног дуга, где је постављена граница од 60% удела у бруто домаћем производу. Принципи буџетске дисциплине, односно постављање граница у погледу прекомерних јавних дефицита одређени су чланом 104. Уговора и Протоколом бр. 20, којим су утврђене референтне вредности и поступак који се примењује у случају изузетно великог буџетског дефицита и јавног дуга.

(iv) Конвергенција девизног курса. Испуњење овог захтева подразумева учешће у европском механизму девизних курсева (ERM) најмање две године пре придруживања монетарној унији уз поштовање прописаних граница флукуација. Поштовање овог критеријума указује на чврсту одређеност земље чланице да успостави и одржи стабилност, као и на њену одлучност да постане чланица монетарне уније, без искоришћавања девизне политике као средства за побољшање конкурентског положаја.

(v) Конвергенција каматне стопе. Испуњавање овог критеријума подразумева да је нека држава чланица имала, у периоду од годину дана пре испитивања, дугорочну просечну номиналну каматну стопу која није прелазила 2% од те стопе у три државе чланице са најбољим резултатима у области стабилности цена.

Утврђивање критеријума конвергенције било је неопходно из више разлога. Прво, мора да се има у виду да се почетна позиција земаља укључених у овај процес значајно разликовала. Ове разлике су постојале не само у степену развијености, већ и у концепту економске политике и поверењу у носиоце економске политике. Друго, увођењем критеријума конвергенције спречава се феномен *free-rider*, односно појава да краткорочне трошкове прилагођавања сnose само земље које су предане идеји монетарног уједињења. И, најзад, да настанак ЕМУ није био условљен испуњењем одређених критеријума, не би ни постојали одговарајући подстицаји за њено остварење.

Табела бр.2.

КРИТЕРИЈУМИ КОНВЕРГЕНЦИЈЕ ЗА 1997. ГОДИНУ

|                     | Учешће у ЕРМ у периоду 1996-1998. | Инфлација | Дугорочна каматна стопа | Буџетски дефицит (у % БНП) | Јавни дуг у % БНП |
|---------------------|-----------------------------------|-----------|-------------------------|----------------------------|-------------------|
| Референтна вредност |                                   | 2,7       | 7,8                     | 3                          | 60                |
| Белгија             | Да                                | 1,4       | 5,7                     | -2,1                       | 122,2             |
| Данска              | Да                                | 1,9       | 6,2                     | 0,7                        | 65,1              |
| Немачка             | Да                                | 1,4       | 5,6                     | -2,7                       | 61,3              |
| Грчка               | Не                                | 5,2       | 9,8                     | -4,0                       | 108,7             |
| Шпанија             | Да                                | 1,8       | 6,3                     | -2,6                       | 68,8              |
| Француска           | Да                                | 1,2       | 5,5                     | -3,0                       | 58,0              |
| Ирска               | Да                                | 1,2       | 6,2                     | 0,9                        | 66,3              |
| Италија             | Не                                | 1,8       | 6,7                     | -2,7                       | 121,6             |
| Луксембург          | Да                                | 1,4       | 5,6                     | 1,7                        | 6,7               |
| Холандија           | Да                                | 1,8       | 5,5                     | -1,4                       | 72,1              |
| Аустрија            | Да                                | 1,1       | 5,6                     | -2,5                       | 66,1              |
| Португал            | Да                                | 1,8       | 6,2                     | -2,5                       | 62,0              |
| Финска              | Не                                | 1,3       | 5,9                     | -0,9                       | 55,8              |
| Шведска             | Не                                | 1,9       | 6,5                     | -0,8                       | 76,6              |
| В.Британија         | Не                                | 1,8       | 7,0                     | -1,9                       | 53,4              |

Извор: *European Commission*, 1999.

У периоду 1994-97. државе чланице оствариле су значајан прогрес у погледу стабилности цена, односно смањивању стопа инфлације. У

неким случајевима ове стопе су, чак, преполовљене. Крајем 1996. године, Комисија је проценила да је просечна стопа инфлације у свим државама укљученим у процес монетарног уједињења била нешто изнад 2,5%, уз очекивање да ће стопа инфлације бити у 1997. години око 2,2 %, док је просечна стопа инфлације у три земље са најнижом стопом инфлације износила 1%. Крајем 1996. године Комисија је закључила да ће десет држава бити унутар утврђених граница у погледу конвергенције цена, изузев Грчке за коју се очекивало да ће у одређеној мери прекорачити границу у погледу стопе инфлације.<sup>41</sup>

Када је у питању испуњавање другог критеријума, дугорочна каматна стопа пратила је тренд стопе инфлације, тако да је и каматна стопа бележила пад у периоду 1994-1997. Крајем 1997. године једино је Грчка имала дугорочну каматну стопу која је за више од 2% (нешто изнад 6%) била изнад каматне стопе три земље са најбољим перформансама.

Свакако, највећи изазов за земље укључене у процес монетарног уједињења тицао се испуњавања фискалних критеријума у погледу висине буџетског дефицита. Тако је 1995. године буџетски дефицит у границама постављеним Уговором био регистрован само у три земље, да би до краја 1997. године само у Грчкој био регистрован дефицит изнад референтне вредности од 3%. Тешкоће испољене у остваривању захтева у погледу буџетске дисциплине манифестовале су се и код испуњења другог фискалног критеријума, а који се односи на висину јавног дуга. Остваривање овог критеријума било је посебно отежано за оне земље које су током прошлости имале висок степен задужености. Према подацима датим у табели бр.2, 1997. године једино су Француска, Луксембург, Финска и В. Британија испуњавале критеријум јавног дуга. Јавни дуг трију земаља (Белгија, Грчка и Италија) био је далеко изнад дозвољеног степена задужности (однос дуга према БДП прелазео је 100%), док је код осталих земаља коефицијент задужности прелазео 60%.

У самом Уговору о оснивању ЕУ остављена је могућност флексибилног приступа. Чланом 121. предвиђено је да држава чланица не сме имати прекомерни јавни дефицит. Савет министара, одлучујући квалификованом већином, на препоруку Комисије, и имајући у виду евентуалне примедбе заинтересоване државе чланице, утврђује, након опште процене, да ли постоји или не постоји прекомерни дефицит. Ова одлука се доноси на основу извештаја Комисије која према члану 104. (2)

<sup>41</sup> Више о испуњењу критеријума конвергенције види: Levitt Malcolm and Lord Christopher, *The Political Economy of Monetary Union*, Macmillan Press LTD, 2000, p.102.

надзире развој буџетске ситуације и висину јавног дуга у државама чланицама. Доза флексибилности постоји будући да Комисија може да уважи чињеницу да се однос предвиђеног и оствареног дефицита у односу на бруто домаћи производ битно и константно смањивао, да би достигао ниво који је близу референтне вредности, као и у случају ако се однос између јавног дуга и бруто домаћег производа смањивао на задовољавајући начин и приближавао довољном динамиком нивоу референтне вредности. Управо користећи ту могућност, Комисија је могла да предложи, а Савет одлучи да су поједине државе оствариле неопходан прогрес на плану конвергенције, иако њихове макроекономске перформансе нису достигле референтни ниво. Само тако је Савет министара 1997. године могао да одлучи да поједине земље испуњавају фискалне критеријуме у погледу висине јавног дуга, иако су имале акумулирани јавни дуг који је прелазео 60% БДП-а, будући да је могло да се закључи да се овај однос смањује на задовољавајући начин и да се приближава довољном динамиком нивоу референтне вредности. Постојање одговарајућег степена флексибилности у процени испуњености критеријума конвергенције, било је важно за оне земље које су се током 1997. године суочавале са високим стопама незапослености (Шпанија и Француска преко 13%). Уговор о ЕЗ (чл.121.) прописивао је да ће у првој половини 1998. године Савет министара, на основу извештаја Комисије и Европског монетарног института, одлучити које државе чланице испуњавају неопходне услове за усвајање јединствене валуте.

У периоду 1995-97. године Комисија и Европски монетарни институт припремали су одговарајуће одлуке и мере неопходне да би се успешно започела трећа фаза у стварању економске и монетарне уније. Децембра 1995. године, на заседању Европског савета одржаног у Мадриду, потврђено је да ће трећа фаза стварања економске и монетарне уније започети 1. јануара 1999. године.<sup>42</sup> На овој конференцији дефинисан је сценарио транзиције према монетарној унији, са тачно утврђеним датумима почетка и завршетка сваке од појединих подфаза завршног стварања заједничке европске валуте. Такође, одабрано је и име новог европског новца и одређено да ће се звати евро, као и да ће се састојати од 100 мањих јединица, центи.<sup>43</sup>

<sup>42</sup> Madrid European Council, *The scenario for the changeover to the single currency*, 1995.

<sup>43</sup> Једна од важних мера је и Уредба Савета ЕЦ 2494/95 о хармонизацији индекса потрошачких цена, OJ L 257/1. Овом уредбом постављен је систем побољшавања упоредивости потрошачких цена, уводи се обавеза савесног и потпуног



Следећи важан сет одлука донет је на састанку Европског савета у Даблину, децембра 1996. године. На овом састанку донета је одлука да ће трећа фаза ЕМУ дефинитивно почети 1. јануара 1999. године. Главна расправа водила се око предлога Комисије да се донесе пакт о стабилности и расту, како би се осигурало да ће све државе наставити да се придржавају буџетске дисциплине и придржавају критеријума у погледу висине дефицита након прикључења монетарној унији.<sup>44</sup>

Јуна 1997. године, на конференцији Европског савета у Амстердаму, утврђени су даљи елементи у развоју ЕМУ, и то: законодавни оквир замене националних валута евром и Пакт о стабилности и расту којим су дефинисана фискална правила у монетарној унији. Пакт је садржао Резолуцију Европског савета<sup>45</sup> и две Уредбе Савета, и то: Уредбу о појачаном надзору буџетских позиција и јачању координације економских политика и Уредбу о примени поступка у случају прекомерног дефицита<sup>46</sup>. Према првој Уредби, свака земља која учествује у финалној фази мора усвојити годишњи стабилizacionи програм, који је обухватао средњорочне буџетске циљеве, а који изражавају чврсто опредељење држава да у буџету буде исказан суфицит или бар буџетска равнотежа. Смисао ових стабилizacionих програма је у томе што се достављају Комисији и Савету, при чему је Савет могао да упути препоруку која је служила као "рано упозорење" држави чланици да приступи одговарајућем уравниотежавању. Друга уредба представља правни основ за примену одговарајућих мера према земљи код које постоји буџетска неравнотежа. Уколико Савет одлучи да држава има прекомерни дефицит, одмах се приступа се корективним мерама.

---

информисања, уз месечно објављивање података, а све то ради дефинисања структуре Европског индекса потрошачких цена.

<sup>44</sup> На састанку је постигнут компромис по коме ће државе које се не придржавају утврђених стандарда у погледу висине буџетског дефицита бити санкционисане тако што ће се обавезати да положи бескаматни депозит код Европске централне банке у висини од 0,2 до 0,5% њиховог БДП-а, који ће задржати све док се дефицит не смањи, уз ризик да депозит буде одузет уколико се дефицит не коригује у периоду од две године.

<sup>45</sup> Resolution of the European Council on the establishment of an exchange rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16.June 1997, OJ C 236, 02.08.1997, p. 1.

<sup>46</sup> Council Regulation (EC) No 1466/97 of 7. jula 1997. on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, OJ L 209, 2.8.1997, p. 1. and Council Regulation (EC) No 1467/97 of 7 July 1997. on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure OJ L 209, 2.8.1997, p. 6.

## В) Припреме за увођење јединствене валуте

Коначан корак ка стварању монетарне уније на тлу Европе предузет је маја 1998. године, када је Савет ЕУ одлучио да је једанаест земља Европске уније (Немачка, Француска, Италија, Шпанија, Холандија, Белгија, Луксембург, Португал, Финска, Аустрија и Ирска) испунило неопходне услове за усвајање јединствене валуте почев од 1. јануара 1999. године.<sup>47</sup> Једина земља која није на почетку испунила критеријуме утврђене Уговором била је Грчка. Она их је накнадно испунила, тако да се од 1. јануара 2001. године прикључује еуро зони, чиме се број чланица ЕМУ увећава на 12, а централна банка Грчке постаје део Еуросистема.<sup>48</sup> Од осталих чланица Европске уније, Данска и Велика Британија су земље које су имале такзовану *opt-out* клаузулу, по којој могу саме одлучити да ли и када ће ући у ЕМУ, док је Шведска одлучила да формално не испуни критеријуме из Маастрихта, неукључивањем у ЕRM (*Exchange Rate Mechanism*) иако је могла одржавати курс унутар утврђених маргина флукутирања.

На састанку у Даблину прихваћен је сценарио преласка на потпуно монетарно уједињење. Читав процес био је подељен у три етапе. У фази А било је неопходно обавити све потребне припреме за увођење еура као безготовинског новца. Први корак био је доношење одлуке о земљама које испуњавају услове за пријем у ЕМУ. У овој фази извршене су и друге неопходне припремне радње, попут усвајања закона о конверзији валута и осталих пратећих закона. Одмах након одређивања земаља чланица, приступа се формирању Европске централне банке и оснивању Европског система централних банака, који су чиниле све националне централне банке земаља учесница ЕМУ. Током фазе А развоја монетарне уније приступило се радњама које су биле неопходне за почетак производње новчаница и кованог новца, као и интензивних припрема за конверзију валута, нарочито у финансијском и банкарском сектору.

Децембра 1996. године Европски монетарни институт је представио извештај Европском савету, који је представљао основу Резолуције овог тела о принципима и фундаменталним елементима новог

---

<sup>47</sup> Council Decision No. 98/317/EC of 3. маја 1998.

<sup>48</sup> По процедури предвиђеној чланом 122.(2) Уговора, Савет ЕУ је квалификованом већином, на предлог Комисије, одлучио 19. јуна 2000. године да Грчка испуњава услове за увођење еура. Одлука Савета 2000/427/EC од 19. јуна 2000, OJ L 167, 7.7.2000, p.20.



механизма девизних курсева (ERM II).<sup>49</sup> За успостављање Европске монетарне уније значајан је и састанак Европског савета у Луксембургу децембра 1997. године, где је истакнута потреба убрзаног усвајања одговарајућих закона од стране држава чланица, посебно у погледу јачања положаја централне банке у односу на извршну власт.

У фази Б се примењују мере које означавају стварни почетак монетарне уније од 1. јануара 1999. године, а пре свега:

- Неопозиво фиксирање курса валута чланица ЕМУ према еврџу, а самим тим и између валута земаља учесница, као и формирање курса евра према осталим валутама (види Табелу бр.3.).

Табела бр. 3.

**ФИКСНО УТВРЂЕНЕ СТОПЕ КОНВЕРЗИЈЕ**

|        |                                   |
|--------|-----------------------------------|
| 1 euro | =40.399 Belgian francs (BEF)      |
|        | =1.95583 Deutsche Mark (DEM)      |
|        | =340.750 Greek drachmas (GRD)     |
|        | =166.386 Spanish pesetas (ESP)    |
|        | =6.55957 French francs (FRF)      |
|        | =0,787564 Irish pounds (IEP)      |
|        | =1.936.27 Italian lire (ITL)      |
|        | =40.3399 Luxembourg francs (LUF)  |
|        | =2.20371 Dutch guilders (NLG)     |
|        | =137603 Austrian schillings (ATS) |
|        | =200.482 Portuguese escudos (PTE) |
|        | =166.386 Finnish markkas (FIM)    |

- Вођење монетарне политике се преноси на Европску централну банку, док Европски систем централних банака (ЕСЦБ) спроводи све трансакције на тржишту новца.

Током фазе Б, Савет ЕУ је донео одлуке које су представљале правни основ за преношење монетарног суверенитета на супранационални ниво. Тако се доносе правни акти који регулишу питања која се односе на

<sup>49</sup> Resolution of the European Council on the establishment of an exchange rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16 June 1997, OJ C 236, 2.8.1997,p.5.

увођење евра, стопе конверзије евра и осталих валута.<sup>50</sup> Од 01.01.1999. године евро је заживео као безготовинско средство плаћања, те је омогућено вођење рачуна, обављање платног промета и изражавање свих финансијских инструмената у домаћој валути. Током три године трајања фазе Б, омогућено је свим секторима релативно довољно времена за прилагођавање новој валути. Ово раздобље обележила је примена два начела која су олакшала прелаз. Прво начело, „без присиљавања и без забрана“, подразумевало је да нико не може бити присиљен да користи евро у прелазном периоду, али и да ником не може бити забрањено његово коришћење. Другим начелом, обезбеђен је континуитет уговора закључених у националним валутама, с обзиром на то да увођење евра није утицало на њихову важност. Примена овог начела, значила је да се од 1. јануара 2002. године сви претходно закључени уговори у националним валутама аутоматски конвертују у евро, према фиксним стопама конверзије, што значи да није потребно уговарати било какве додатне одредбе.<sup>51</sup>

Према утврђеном сценарију, најкасније до 1. јануара 2002. године, морала је почети трећа фаза (Ц) стварања монетарне уније - конверзија новчаница и кованог новца и завршетак конверзије валута. Најзначајније мере предузете у овој етапи су:

- Увођење новчаница и кованог новца;

- Завршетак конверзије валуте у свим секторима најкасније до 1. јула 2002. године, када постојеће националне новчанице и ковани новац земаља које ће ући у ЕМУ губе статус законског средства плаћања. Новчанице су се могле и даље мењати, али само у систему ЕСЦБ. Да би се олакшала замена старог новца и пуштање већих количина евра у оптицај, Европска централна банка је у сарадњи са националним централним банкама развила све техничке детаље конверзије. Националне централне банке и пословне банке задужене су за замену новчаница и кованица у унапред дефинисаним роковима, на за то одређеним местима, а

<sup>50</sup> Council Regulation (EC) No 1103/97 of June 1997 on certain provisions relating to the introduction of the euro OJ L 162, 19.6.1997,p.1; Council Regulation (EC) No 974/98 of 3 May 1998 on the introduction of the euro OJ L 139,11.5.1998, p.1; Council Regulation (EC) No 2866/98 of 31 December 1998 on the conversion rates between the euro and the currencies of the Member States adopting the euro, OJ L 359,31.12.1998,p.1.

<sup>51</sup> Буковшак Маја *et. al*, *Европска монетарна унија - институционални и економски аспекти*, у: Б. Вујчић, „Еуро - Европска монетарна унија и Хрватска“, Масмедиа, Загреб, 2003, стр. 51-53.

становништву је остављен период упоредне циркулације националних валута и евра.<sup>52</sup>

#### 4. АРГУМЕНТИ ЗА И ПРОТИВ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

Креирање монетарне уније и увођење евра почетком 1999. године представља један од најзначајнијих догађаја у међународним финансијама након другог светског рата. Никада у прошлости тако велики број суверених држава није се добровољно одрекао своје националне валуте и определио за увођење заједничке.

##### 4.1. Теорија оптималног валутног подручја

Питање успешности монетарне уније у економској теорији сагледава се полазећи од концепта оптималног валутног подручја (*OCA - Optimal Currency Areas*). Реч је о концепту који покушава да да одговор на питање: под којим условима се може увести заједничка валута или неповратно фиксирати девизни курс валута различитих земаља, што води централизованом монетарној политици и обезбеђује потпуну слободу текућих и капиталних трансакција између обухваћених земаља? Другим речима, теорија оптималног валутног подручја одређује услове под којима монетарна унија може бити оптимална и дуговечна. У литератури се истиче неколико фактора као релевантних за избор учесника у валутној области. Тако један од твораца концепта оптималног валутног простора *R. Mundell* наглашава мобилност фактора производње, као кључни атрибут успеха валутног уједињења. Наиме, уколико постоји пуна мобилност фактора производње, пре свега мобилност рада, не постоји потреба за променама номиналног девизног курса, као средства за корекцију неравнотеже настале у случају асиметричних шокова између две привреде. Међутим, уколико не постоји мобилност рада, нити флексибилност зарада између држава укључених у монетарни аранжман, онда не постоји оптимални валутни простор и могућност промене девизног курса, као средства за апсорбовање асиметричних шокова, је неопходна. Предности флексибилног девизног курса и пример земаља које не чине оптимално валутно подручје *R. Mundell* илустровао је на следећи начин:

„Размотримо једноставан модел који обухвата два ентитета (државе или регионе) чије су привреде иницијално у стању пуне

<sup>52</sup> *Ibid*, стр. 52.

запослености и равнотеже у билансу плаћања, која бива нарушена повећаном потражњом у ентитету *B* за производима ентитета *A*. Претпоставимо да се на кратак рок зараде и цене не могу смањити без повећања незапослености, као и да монетарне власти делују на начин који треба да спречи појаву инфлације... Постојање више од једног (оптималног) валутног подручја подразумева променљивост девизног курса... Уколико у ентитету *B* дође до повећања тражње за производима ентитета *A*, депресијација валуте земље *B* или апресијација валуте земље *A* ће моћи да коригује екстерну неравнотежу, а да у ентитету *B* то не буде плаћено порастом незапослености, а у ентитету *A* порастом инфлације“.<sup>53</sup> Разматрајући услове за оптимално валутно подручје *R. McKinnon* уводи, пак, као кључну карактеристику отвореност привреде.<sup>54</sup> Што је отворенија привреда једне земље, већа је пожељност фиксног девизног курса због тога што промене у девизном курсу у отвореној привреди нису праћене одговарајућим ефектима на плану конкурентности. Постоје и становишта која фискалну интеграцију између два подручја виде као кључни фактор од кога зависи успешност валутног повезивања, што истовремено значи и већу способност ублажавања асиметричних шокова кроз фискалне трансфере од региона са ниском стопом незапослености ка регионима са високом стопом незапослености.<sup>55</sup>

Мада се предочени концепт показао корисним, теорија оптималног валутног подручја претрпела је и озбиљне критике. Тако се оспорава поставка теорије *OCA* да су разлике између земаља у тој мери присутне да *ab initio* онемогућавају монетарну унификацију. Предмет оспоравања је и претпоставка концентрације асиметричних шокова само у једној земљи.<sup>56</sup> На пример, према горе наведеним критеријумима, 12 земаља чланица монетарне уније не представљају оптимално валутно подручје. Међутим, ЕМУ се показала као стварност. Њеном стварању претходио је период не само номиналног, већ и реалног прилагођавања. Такође, потписивањем

<sup>53</sup> Наведено према: *Mundell R. A., A Theory of Optimum Currency Areas*, „*American Economic Review*“, Vol. 51, No.4, 1961, p.510-511.

<sup>54</sup> Више о хипотези да степен „отворености“ детерминише карактер валутног подручја види: *McKinnon I. Ronald, Optimum Currency and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II*, „*Journal of Common Market Studies*“, Vol. 42, No.4, 2004, p. 692/693.

<sup>55</sup> Више о факторима успешности монетарних унија види: *Tavlas S. G., Benefits and Costs of Entering the Eurozone*, „*Cato Journal*“, Vol.24, No.1-2, Spring/Summer, 2004, str. 92-93.

<sup>56</sup> Више о критици теорије оптималног валутног подручја види: *Grauwe de Paul, Економија монетарне уније*, Нови Сад, 2004, стр. 57-83.

Уговора из Мастрихта покренут је ланац промена у ЕУ које, у крајњем, треба да резултирају стварањем подручја које карактерише висок степен мобилности капитала и рада. Континуирано уједначавање правног система земаља ЕУ (посебно законодавства које уређује финансијски сектор) уклања разлике које потенцијално представљају извор асиметричних поремећаја. На пример, реформа радног законодавства у земљама ЕУ је, између осталог, мотивисана жељом да се повећа флексибилност тржишта рада и створе услови за већу мобилност. Предмет озбиљне критике теорије оптималног валутног подручја је и прихватање девизног курса, као једино ефикасног средства у апсорбовању ефеката асиметричних поремећаја. Поред позитивних ефеката, примена девизног курса као инструмента за корекцију промена у агрегатној тражњи може да доведе и до негативних ефеката, преко утицаја на цену увозних роба. Другим речима, промене номиналног девизног курса имају само привремене ефекте на конкурентност привреде. И сам *R. Mundell* је касније прихватио чињеницу да је „монетарна унија много ефикаснији начин да се организује систем осигурања против асиметричних шокова, уместо неизвесности коју доноси систем националних валута“.<sup>57</sup> Ово под условом да институционални оквири монетарне уније обезбеде пуну слободу кретања капитала и на тај начин ублаже последице у земљи погођеној асиметричним поремећајем.

Један од најзначајнијих проблема са применом наведеног концепта тичао се и чињенице да фактори који су наведени као одлучујући не морају да делују у истом правцу. На пример, привреда једне земље може да буде отворена (што нам говори у прилог увођења јединствене валуте) али са ограниченом мобилношћу фактора производње (што имплицира пожељност флексибилног девизног курса). Осим тога, истраживања обављена последњих година показују да карактеристике земље нису од велике помоћи у објашњавању избора девизног курса.<sup>58</sup> Наиме, могуће је да је избор заснован на неким другим факторима, економским или политичким.

#### 4.2. Користи и трошкови стварања монетарне уније

Алтернативни приступ заснован на користима и трошковима монетарне уније, много је прагматичнији и поузданији. Пожељност монетарне уније процењује се на основу потенцијалних користи и трошкова које за собом носи дати монетарни аранжман.

<sup>57</sup> Наведено према: *Grauwe de Paul, Ibid*, стр.104.

<sup>58</sup> *Cohen Benjamin, Op.cit*, p. 222-224.

#### 4.2.1. Потенцијалне користи

Свакако најзначајнији аргумент у корист монетарне уније је тај што она уклања неизвесност у погледу кретања девизног курса, чиме се елиминише ризик девизног курса. Мада ови трошкови могу бити мали, посебно у случају краткорочних трансакција, разлика између понуђене и тражене цене се шири са нестабилношћу курса. Због високих трансакционих трошкова, ризик девизног курса делује у правцу смањења увоза, односно извоза.

Јединствена валута оснажује улогу новца као обрачунског средства и средства размене. У случају јединственог обрачунског средства упоређивање цена је олакшано, што смањује ниво сегментације тржишта. Корист од заједничког обрачунског средства посебно долази до изражаја код отворених привреда. У отвореној привреди, нестабилан девизни курс доводи до нестабилног нивоа цена, што спутава ову функцију новца и отежава функционисање механизма за обрачун вредности трансакција. Јединствена валута води и смањењу трансакционих трошкова насталих конвертовањем валута. Штавише, за ове две функције (обрачунско средство и средство размене) важи правило економије обима. Према Извештају комисије из 1990. године, укупна корист од елиминисања трансакционих трошкова процењује се на 0,3-0,4% БДП-а Заједнице.<sup>59</sup>

Стварање ЕМУ и увођење евра значи и промену светске валуте у међународним односима. Економска моћ ЕУ јача положај њене валуте, уз потенцијалну могућност преузимања примата у односу на долар као светску валуту. Међународна улога у „светским размерама доминантне“ валуте произилази из функција које новац и иначе обавља, а то су функције мере вредности, средства размене и средства чувања вредности. За разлику од националне валуте, код које држава користи своје суверено право да одреди законско средство плаћања, у међународним оквирима не постоји наднационална институција која може наметнути своју валуту као светску. Уместо тога, питање светске валуте зависи искључиво од фактора који делују на страни потражње. Најчешће је реч о валути земље која је према опсегу међународне размене и привредним потенцијалима

<sup>59</sup> Више о трошковима и користима стварања монетарне уније и извештају комисије види: *Artis M, One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, „Open Economies Review“, No.2, 1991, p.315-321



доминантна у светским размерама. Стварање ЕМУ је створило другу највећу привредну зону, чији је БДП за 1/4 нижи од БДП-а САД.<sup>60</sup>

Земља у чијој се валути изражавају, односно котирају цене роба на међународним робним берзама ужива одређене погодности. Као најзначајније погодности у литератури се истичу:

- могућност „увоза“ инфлације и других ценовних поремећаја који настају због флукутирања девизног курса се губи;

- земља чија се валута користи као светска ужива погодност вођења монетарне политике у складу са потребама домаће привреде, при чему не води много рачуна о стању привреде у другим земљама;

- дуг изражен у домаћој валути као светској елиминише ризик промене девизног курса;

- чињеница да су остале земље спремне да држе депозите у тој валути олакшава и поједностављује финансирање дефицита исказаног билансом текућих трансакција.

- остваривање емисионе добити. Корист од те врсте бескаматног кредита за САД процењује се на 15 -ак милијарди долара годишње, што је готово 1% федералног буџета.

Поред погодности, издавалац светске валуте мора да води рачуна и о стабилности светског монетарног система, који би у случају злоупотребе или претераног искоришћавања погодности могао бити угрожен.

Постоје и друге користи од прикључења монетарној унији: увећање девизног тржишта, опадање променљивости цена и умањење утицаја кретања спекулативног капитала на цене, елиминисање потреба за резервама за трансакције унутар подручја и поништавање ефеката спекулативног кретања капитала унутар подручја, побољшање алокације средстава у финансијској сфери (с обзиром на то да се тиме и повериоцима и дужницима обезбеђује широк спектар финансијских инструмената). На тај начин, увећава се и могућност избора у погледу услова, времена и ризика под којима се поједини инструменти емитују.

Најзначајније користи од увођења јединствене валуте су микроекономске. Стварањем ЕМУ, односно укидањем дванаест националних валута и њиховом заменом јединственом валутом, губе се трансакциони трошкови конверзије европских валута.<sup>61</sup> Реч је о трошковима који проистичу из разлике између куповних и продајних

курсева стране валуте, као и накнада и провизија при обављању конверзије. Јединствена валута, између осталог, олакшава и продубљује међусобну трговину. Даља предност је и већа јасноћа цена, односно њихова лакша упоредивост диљем Европе, јер су цене свих врста робе и услуга изражене у истим новчаним јединицама, чиме престаје потреба за прерачунавањем.<sup>62</sup> Смањење трансакционих трошкова погодује и сектору предузећа. Трансакциони трошкови ометају њихово пословање јер нарушавају односе цена. Осим нестанка директних трошкова замене валута, јединствена валута уклања и валутни ризик који је произлазио из неизвесности у међусобним односима девизних курсева.

Уклањање ризика девизних курсева и трансакционих трошкова омогућило је започињање процеса интеграције финансијских тржишта, а као резултат тога повећава се и распон финансијских инструмената номинираних у заједничкој валути. Повећана ликвидност на финансијским тржиштима повећава дијапазон инструмената финансирања и отвара могућности за проналажење нових извора финансирања.<sup>63</sup>

Главна корист од учешћа у монетарној унији, посебно за земље попут Грчке, Италије, Португала и Шпаније, које су до скоро имале искуство са релативно високом инфлацијом, је у стицању кредибилитета у вођењу монетарне политике. На тај начин се елиминише склоност ка инфлацији иманентна дискреционој монетарној политици.<sup>64</sup> Корист од повећања кредибилитета у вођењу монетарне политике је изразита, посебно за земље које су у прошлости практиковале временски неконзистентну монетарну политику.<sup>65</sup> Наиме, са стабилношћу цена и

<sup>62</sup> Буковшак М.ет, ал, *Op. cit.* стр. 66-67.

<sup>63</sup> Увођење евра, као потенцијално светског новца, значи и редукцију трошкова задуживања на међународном финансијском тржишту. Процењује се да су трошкови USA задуживања на међународном финансијском тржишту за око 0,25 до 0,50% нижи него у случају да се долар не користи као светска валута. Више о користима увођења евра види: Salvatore Dominic, *The Euro, the European Central Bank, and the International Monetary System*, „Annals, AAPSS“, No 579, January 2002, p. 154-155.

<sup>64</sup> Ова склоност ка инфлацији настаје из два основна извора: прво, покушаја да се претерано стимулише привредна активност, друго, подстицаја да се монетизује буџетски дефицит. Управо из тог разлога, правила ЕМУ уклањају могућност инфлационог финансирања дефицита и дугова, тако што се постављају строга финансијска ограничења фискалној политици земаља чланица.

<sup>65</sup> Креирање ЕМУ делом представља и резултат политичког договора између земље са јаком (чврстом) валутом (Немачка), која преноси на унију кредибилитет чврсте валуте, и осталих земаља чланица које се заузврат обавезују на политичку

<sup>60</sup> Норшић Игор и Шошић Ведран, *Међународно значење еура*, у: Б. Вујчић, „Еуро Еуропска монетарна унија и Хрватска“, Загреб, Масмедиа, 2003, стр. 17-37.

<sup>61</sup> Поставља се питање колики су ови трошкови. Европска комисија је 1990. године проценила да трошкови конверзије валута износе 0,25% до 0,5% БДП Заједнице.



ниским инфлационим очекивањима разлика у висини камата између ових земаља и земаља које традиционално имају ниску стопу инфлације, попут Немачке, у потпуности се елиминишу. Увођење јединствене валуте, истовремено, значи и елиминисање ризика девалвације, односно зарачунавања више каматне стопе како би се покрио ризик девалвације. Нижа номинална каматна стопа смањује трошкове сервисирања јавног дуга, олакшава успостављање фискалне равнотеже и ослобађа ресурсе за друге (алтернативне) употребе. Штавише, ниска инфлација, односно економска стабилност проширује економске хоризонте и подстиче трансформацију финансијског сектора.

У Извештају комисије посебно се истиче корист од: већих инвестиција и увећања капитала, транспарентности цена, боље контроле стопе инфлације и „политичко-економска“ корист настала услед увећања преговарачке снаге „Европе“, као кохерентне економске снаге.

Поред несумњивих економских користи од стварања монетарне уније, не могу се занемарити и значајне политичке користи. Право на штампање сопственог новца, заједно са поседовањем војске и правом наплате пореза, дуго времена се сматрало суштинском одликом суверене земље. Политички значај контроле новчаних токова *D.O.Mahony* сликовито је изразио следећим речима: „Влада која не жели да контролише новац је ограничена влада.. Ниједна влада не жели да буде ограничена ... Свака влада мора да монополише новац уколико жели да га контролише, односно мора га контролисати уколико жели да буде влада“.<sup>66</sup> Независно од тога што монетарни суверенитет пружа могућност утицаја на макроекономске перформансе привреде, постоје и политичке користи од задржавања националне валуте:

Прво, новац представља потентан политички симбол који промовише осећај националног идентитета. Јединствени новац помаже да се хомогенизују диверзификоване, а често и антагонистички настројене социјалне групе,

Друго, емитовање новца потенцијално представља моћан извор прихода за финансирање јавне потрошње. Мада финансирање јавне потрошње путем емисионе добити има бројне недостатке, пре свега зато што је овакав начин финансирања праћен високом инфлацијом, привилегија убирања сеигноража представља извор значајних прихода,

интеграцију у контексту у коме Немачка очекује да оствари већи простор за спољну политику а преко утицаја на европску спољну политику.

<sup>66</sup> Mahony O. D, *Past Justifications for Public Interventions*, in: „Currency Competition and Monetary Union“, ed. P. Salin, The Hague:Martinus Nijhoff Publishers, 1984, str. 127.

посебно у неочекиваним тј. ванредним околностима. По речима британског економисте *C. Goodhart-a*,<sup>67</sup> „сеигноража представља приход последње инстанце (уточишта) - најфлексибилнији инструмент опорезивања, погодан за обезбеђивање средстава у случају изненадних криза или претњи националној безбедности... Тако да су ретке владе које не желе да задрже опцију увођења тзв. инфлационог пореза“.

#### 4.2.2. Трошкови ЕМУ

Свакако најзначајнији трошак приступања монетарној унији тиче се изгубљене могућности коришћења емисионе добити као извора прихода. Према теорији оптималних јавних финансија, рационална влада ће користити различите изворе прихода тако да маргинални трошкови повећања прихода из једног извора буду изједначени са маргиналним трошковима повећања прихода из других извора. Што су мање развијени национални фискални системи већи су економски трошкови повећања прихода од пореза (увећањем нивоа пореског оптерећења), а нижи су трошкови повећања прихода преко инфлационог пореза (у односу на трошкове опорезивања). Земље са неразвијеним пореским системом суочавају се са значајним трошковима прикључења монетарној унији, коју карактерише стабилност цена. За дати ниво јавне потрошње, ове земље ће повећати порезе или ће допустити раст буџетског дефицита.

Постоје, међутим, бројни разлози који доводе у питање горе наведени закључак. Прво, губитак сеигнораже (*seignorage*) мора да буде упоређен са порастом пореских прихода, који настају као резултат будућег повећања стопе привредног раста у условима стабилнијег економског окружења. На пример, током осамдесетих и почетком деведесетих година инфлација у Грчкој износила је 20%, а емисиона добит је процењивана на 3% БДП-а, док је раст реалног БДП-а просечно износио 1%. С друге стране, током периода 1995-2002 просечна стопа инфлације у Грчкој износила је 3% годишње, док је у исто време дошло до убрзања привредног раста и остваривања просечне стопе привредног раста од 3,5%.<sup>68</sup> И најзад, обрачун будућих трошкова сеигнораже мора узети у обзир смањење трошкова сервисирања јавног дуга, што је изазвано нижом реалном каматном стопом, коју приписујемо стабилном економском окружењу. Треће, мада нешто нижа, сеигноража која се створи у ЕМУ

<sup>67</sup> Goodhart Charles A. E, *The Political Economy of Monetary Union*, in: „Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy“, ed. Peter B. Kenen, Princeton University Press, 1995, p.452.

<sup>68</sup> Tavlas S. G, *Op. cit.* p.96.

делиће се између земаља чланица. И најзад, коришћење евра као међународне валуте утицаће на повећање емисионе добити изван валутног подручја. За многе земље, чланице монетарне уније, отвара се могућност учешћа у расподели емисионе добити, настале услед коришћења евра као међународне валуте, што није било доступно када је претходна, национална валута била у употреби.

Губитак емисионе добити на националном нивоу садржи и могуће геополитичке трошкове - тј. губитак могућности коришћења дискреције у погледу емисије новца у изузетним, ванредним околностима, укључујући и војне конфликте. Прикључењем монетарној унији губи се могућност да у случају унутрашњих или спољних поремећаја дође до одговарајућих прилагођавања кроз промене у понуди новца, односно девизном курсу. У случају монетарне уније, монетарна политика постаје предмет колективног одлучивања, што ограничава земљу да се сама избори са привременим или цикличним поремећајима. Питање користи и трошкова монетарне уније *P. Krugman* једноставно је сумирао речима да се ради о "питању *trade off-a* између макроекономске флексибилности и микроекономске ефикасности".<sup>69</sup> Увођење јединствене валуте укида могућност манипулације механизмом девизног курса како би се побољшао конкурентски положај земље. Коришћење девалвације као начина за побољшање извозних резултата врло често је у прошлости изазивало међусобне несугласице и онемогућавало интеграцијске напоре.

Главна опасност повезана са увођењем евра и успостављањем монетарне уније тиче се способности земаља чланица да на адекватан начин одговори на асиметричне шокове, било на страни понуде или на страни тражње. Готово је неизбежно да ће у пракси тако велико, и, истовремено, диверзификовано валутно подручје као што је ЕМУ, периодично бити изложено асиметричним шокovima који ће на неке земље чланице утицати више него на друге, уз различите утицаје на привреду ових земаља. У таквим условима, земља која се суочава са већим трошковима прилагођавања (пад привредне активности и повећање незапослености) не може да користи експанзивну монетарну политику или пак да посегне за девалвацијом (или у случају флукутирајућег девизног курса да допусти депресијацију) у циљу изласка рецесије. Правила фискалне дисциплине, с друге стране, онемогућавају вођење експанзивне фискалне политике. У таквим околностима, једина могућност је

<sup>69</sup> Krugman Paul, *What Do We Need to Know about the International Monetary System*, „Essays in International Finance“, No.190, Princeton:International Finance Section, 1993, p.4.

апсорбовање асиметричних шокова преко прилагођавања зарада. Међутим, како зараде нису флексибилне а мобилност рада је ограничена, државе које образују монетарну унију теже ће се прилагодити променама у тражњи него државе које задржавају монетарну сувереност и могу девалвирати (односно ревалвирати) своју валуту.<sup>70</sup> Главни разлог за нижу мобилност рада између земаља ЕУ су језичке баријере, нефлексибилно тржиште станова, кратак период од либерализације кретања радника (јединствено тржиште рада успостављено је тек 1992. године) и др. Монетарна унија између две државе је оптимална ако је један од следећих услова задовољен: 1) да постоји довољна флексибилност надница или 2) да постоји довољна мобилност рада. Уколико то није случај, неопходно је да постоји механизам који ће омогућити трансфер дохотка међу државама. У Европској унији фискална редистрибуција не може да буде много од помоћи будући да ЕУ буџет захвата мање од 1,5% БДП-а Европске уније, а скоро половину од тога ангажује заједничка пољопривредна политика. Интересанто је искуство Велике Британије и Италије почетком деведесетих година, када су се ове земље, суочене са асиметричним шокovima, определиле за напуштање европског механизма девизних курсева, извршиле депресијацију сопствених валута и снизиле каматну стопу, а све у настојању да се пронађе излаз из дубоке рецесије која је захватила привреду ових земаља. Наравно, треба имати у виду да ће успостављање јединствене валуте онемогућити спекулативне атакe, али је исто тако тачно и да увођење јединствене валуте не оставља простор за политику која би омогућила превладавање негативних асиметричних шокова.

С друге стране, заговорници јединствене валуте истичу да увођење јединственог новца доводи до повећања флексибилности тржишта рада, промовише раст интра-ЕУ трговине, и уклања специфичности привредних циклуса појединих земаља. Штавише, високо интегрисано финансијско тржиште (тржиште капитала) ублажава ниску флексибилност на тржишту рада и омогућава адекватан одговор на асиметричне шокове. Наравно, треба имати у виду да ови аутоматски стабилизатори неће бити довољни. С друге стране, мада је неспорно да испуњавање критеријума предвиђених Уговором из Маастрихта несумњиво повећава флексибилност тржишта рада то ће, свакако, бити спор процес, а с друге стране питање је и у којој мери ће бити остварен уколико се има у

<sup>70</sup> На пример, према неким истраживањима мобилност рада између земаља чланица ЕУ је за 1/3 до 1/2 нижа од мобилности рада у САД.

виду тежња радника да задрже бројне бенефиције (нпр. накнаде за случај незапослености и друга права из радног односа).

## II ДЕО

### ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИРИ ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

#### 1. ИНСТИТУЦИОНАЛНА СТРУКТУРА ЕМУ

Уговором о оснивању Европске уније монетарна сувереност је трансферисана на супранационални ниво. Као што је познато, по позитивном праву, Европска унија није држава нити има својство правног лица. Основу Европске уније чини први стуб, који због проширења надлежности на нове области носи назив Европска заједница уместо Европске економске заједнице, чија садржина обухвата постојећи корпус односа и правног система европских заједница.<sup>71</sup> Унутар овог стуба је и Европска заједница за атомску енергију. Реч је о супранационалним заједницама које поседују својство правног лица и делују у границама овлашћења утврђених споразумима о оснивању. Други и трећи стуб ЕУ, у основи, чине међувладини споразуми о заједничкој спољној и безбедносној политици, односно сарадњи правосудних и полицијских органа. Реч је о својеврсној кодификацији постојећих неформалних договора међу државама чланицама о тим питањима.

На основу чл. 8. Уговора о оснивању Европске Заједнице (УоЕЗ), као саставног дела Уговора о оснивању ЕУ, основани су: Европски систем централних банака (у даљем тексту ЕСЦБ) и Европска централна банка (у даљем тексту ЕЦБ). Овлашћења ових институција утврђена су Уговором и Статутом ЕЦСБ и ЕЦБ, садржаним у Протоколу бр. 18. Готово потпуно исту институционалну структуру Европске монетарне уније утврђује и потписани Уговор о Уставу за Европску унију.<sup>72</sup>

Стварање монетарне уније није само по себи циљ; напротив, она представља инструмент за остваривање фундаменталних циљева Заједнице. Чланом 2. Уговора о ЕУ, остваривање фундаменталних циљева, између осталог, подразумева: уравнотежен и трајан привредни развој у целој Заједници, висок степен запослености и социјалне заштите, трајан и неинфлаторни раст, висок ниво конкурентности и усклађености

<sup>71</sup> Илић Гордана, *Op.cit*, стр. 57.

<sup>72</sup> Уговор о Уставу за Европу усвојен од Европског Савета и потписан од опуномоћених представника држава чланица у Риму 29.10.2004. године. Неуспео референдум у Француској и Холандији одложио је ступање на снагу овог акта и довео у питање његову судбину. Види: Јањевић Милутин, *Устав Европе*, „Службени гласник“, Београд, 2005.



економских резултата. Остваривање ових циљева подразумева поштовање следећих начелних опредељења: стабилне цене, здраве јавне финансије и монетарне услове и стабилан платни биланс. (Члан 4. Уговора о ЕУ). Према оснивачким актима, ови циљеви треба да буду остварени „успостављањем заједничког тржишта, као и приближавањем економске политике земаља чланица“. Према чл. 4. УоЕЗ, Европска монетарна унија се заснива на два стуба:

- Утврђивању смерница за вођење економске политике. На тај начин се обезбеђује координација економских политика држава чланица;
- Увођењу јединствене валуте; утврђивању и спровођењу јединствене монетарне и девизне политике.

Стварање монетарне уније подразумева активности које укључују: (i) уклањање ограничења слободном кретању људи, капитала, роба и услуга; (ii) елиминисање ограничења за оснивање агенција, филијала и пословница од стране држављана једне државе чланице, који су настањени на територији друге земље чланице; (iii) примена процедуре која ће осигурати координацију економске политике и отклањање неравнотеже у њиховом билансу плаћања. Успостављање монетарне уније подразумева елиминисање девизне контроле и напуштање ограничења у погледу кретања капитала и плаћања. Чланом 56. Уговора забрањују се сва ограничења кретања капитала између држава чланица и између држава чланица и трећих земаља и, уједно, забрањују сва ограничења платног промета између држава чланица, као и држава чланица и трећих земаља. Наведени члан не спречава примену ограничења на треће земље која су постојала на дан 31. децембара 1993. године, док члан 57. (2.) оставља могућност за примену одређених мера у вези са кретањем капитала према трећим земљама или из њих. Према члану 59. Савет може донети одлуку о примени заштитних мера према трећим земљама у изузетним случајевима, када постоји опасност да трансфер капитала угрози стабилност економске и монетарне уније. С друге стране, одговарајућа одредба у погледу плаћања не постоји. Термини „капитал“ и „плаћања“, међутим, нису дефинисани. Одлучујући корак до потпуног остварења слободног кретања капитала учињен је Упутством 88/361/ЕЕЗ<sup>73</sup> којим се обавезују државе чланице на укидање ограничења кретања капитала између резидената држава чланица. У Одлуци Европског суда правде наглашава се да кретање „капитала“ укључује трансфер средстава у инвестиционе сврхе, док „плаћања“ укључују трансфере које имају текући карактер, попут

<sup>73</sup> Directive 88-361, OJ L 178-5, 8. July 1988.

плаћања камата или плаћања добара и услуга.<sup>74</sup> Слобода кретања капитала садржана у члану 56. је јасна и недвосмислена, тако да је Европски суд правде у случају *Sanz de Lera*<sup>75</sup> заузео став да овај члан производи директно дејство у земљама чланицама, те да се из те одредбе могу извлачити појединачна права.

## 2. МЕХАНИЗМИ КООРДИНАЦИЈЕ ЕКОНОМСКЕ ПОЛИТИКЕ

Стварање ЕМУ није значило и преношење потпуне надлежности за вођење економске политике на наднационални ниво. Уместо тога, институционални оквири су постављени тако да је монетарна и девизна политика централизована на нивоу Заједнице, а одговорност за економску политику и даље на државама чланицама. У складу са начелом супсидијарности, предузимање мера од стране Заједнице у овој области оправдано је:

- само ако и уколико циљеви предвиђене акције не могу у потребној мери да буду остварени од стране држава чланица;
- или, пак, могу бити успешније остварени од стране Заједнице, имајући у виду величину или учинак предвиђене акције.

Као што је већ речено, стварање монетарне уније и увођење јединствене валуте подразумева преношење овлашћења за вођење монетарне политике на наднационално тело. Другим речима, јединствена валута подразумева јединствену монетарну политику и централизовано доношење одлука. Исто тако, девизна политика мора бити централизована и изузета из надлежности земаља чланица. Јединствена валута има

<sup>74</sup> Види одлуку: European Court of Justice, Joined Cases 26/83 i 286/83 Luisi and Carbone v Ministero del Tesoro (1984) ECR 377.

<sup>75</sup> Criminal proceedings against Sanz de Lera, Cases 163/94, 165/94 and 250/94, ECR I-4821, 1995. У предмету *Boressa* Европски суд је, у поступку по захтеву за решавање претходног питања, одлучивао о усклађености националног девизног прописа који је подразумевао постојање специјалног одобрења за извоз кованог новца, новчаница и чекова на доносиоца, у домаћој и иностраној валути, преко одређеног износа по лицу и путовању није могла опстати због тога што је било неконзистентна са обавезама држава чланица да осигурају слободно кретање капитала. Слично, за одредбу у аустријском законодавству да хипотека над земљиштем мора бити регистрована у аустријским шилинзима утврђено је да је неконзистентна са чланом 56. због тога што онемогућава кредиторе ван Аустрије да одобравају зајмове осигуране реалном имовином у Аустрији.

јединствени девизни курс, што значи да може бити вођена само јединствена девизна политика.

За разлику од монетарне и девизне политике, одговорност за вођење економске политике највећим делом остаје у надлежности земаља чланица.<sup>76</sup> Према члану 4. (1) Уговора ЕЗ, економска политика Заједнице заснована је на „тесној координацији економских политика држава чланица на унутрашњем тржишту и на утврђивању заједничких циљева“. Члан 98, пак, предвиђа да државе чланице спроводе своје економске политике тако да доприносе реализацији циљева Заједнице. У настојању да обезбеди координацију, Уговор утврђује процедуру за надгледање економске политике земаља чланица, које према одредбама Уговора представља „питање од заједничког интереса“. Према чл. 99. (2) Уговора, Савет министара, одлучујући квалификовном већином на препоруку Комисије, усваја предлог општих смерница економских политика држава чланица и Заједнице и о томе подноси извештај Европском савету. Европски савет расправља о закључку о општим смерницама економских политика држава чланица и Заједница. На основу тог закључка, Савет министара усваја квалификованом већином препоруку којом се утврђују опште смернице и о томе обавештава Европски парламент.<sup>77</sup>

Опште смернице за вођење економске политике представљају основни инструмент координације националних економских политика. Оне садрже смернице за вођење опште економске политике, али и специфичне препоруке свакој држави чланици и Заједници. Истичући неопходност примене одређених мера у различитим областима - јавне финансије, структурна реформа, опорезивање, регулисање тржишта рада - опште смернице представљају стандард у односу на које се националне и наднационалне мере упоређују. Према карактеру препорука које садрже, смернице за вођење економске политике могу бити разврстане у две групе. Прву групу чине оне препоруке које се односе на економску политику у Заједници и које се дефинишу полазећи од процене економске ситуације у

<sup>76</sup> По речима *J.V. Louis*-а, највећи проблем за функционисање ЕМУ чини добро позната асиметрија између централизоване монетарне и децентрализоване економске политике. Ову слабост илуструје наводећи речи *A. Lamfalussy*-а „највећа слабост ЕМУ је „Е“ (економска политика). Док је „М“ (монетарна политика) институционално сасвим добро постављено. Оно што недостаје је економска политика“. Наведено према: *Louis V. Jean, The Economic and Monetary Union: Law and Institutions*, „Common Market Law Review“, No.41,2004, p.575.

<sup>77</sup> Више о механизмима координације економске политике у ЕУ види: *Micossi Stefano, Economic Policy Coordination and Policy Regimes in the European Union*, „EPIN Working Paper“, No.2, July 2002, p. 8-12.

ЕУ. Другу групу чине препоруке које садрже специфичне препоруке дефинисане с обзиром на економско стање у појединим земаљама чланицама. Кључна улога општих смерница је у дефинисању основних упутстава за много специфичнији и сложенији процес координације фискалне политике, политике запослености и структурне политике.

Као што је већ речено, опште смернице утврђују се у форми препорука што значи да се сврставају у групу правно необавезујућих аката. То значи да органи ЕУ немају на располагању одговарајуће санкције којима би обезбедили примену препорука утврђених општим смерницама. Уместо правног, оне имају политички значај. Сама чињеница да су усвојене од стране Европског савета даје им политичку тежину. Интересантно да и потписани Уговор о Уставу за ЕУ (чл. III-71. (3). задржава потпуно исте механизме координације економске политике држава чланица. Тиме је пропуштена шанса да се превазиђе асиметрија између потпуно централизоване монетарне политике и економске политике држава чланица.<sup>78</sup> Мада постоји несумњиво блиска веза између монетарне уније и економске политике, задржавање асиметрије у погледу надлежности отежава дефинисање кохерентне политике што може резултирати доминацијом монетарних циљева у односу на остале циљеве економске политике.

### 3. СУБЈЕКТИ ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

#### 3.1. Европски систем централних банака (ЕСЦБ)

Према важећем законодавству, Европски систем централних банака представља институцију одговорну за утврђивање и спровођење монетарне политике Заједнице. За разлику од Европске централне банке и националних централних банака, ЕСЦБ нема својство правног лица. С друге стране, интегрални делови, које поред ЕСЦБ, чине европска и националне централне банке - имају својство правног лица. Према Уговору о ЕЗ (чл.105.), основни задаци ЕСЦБ су:

- утврђивање и спровођење монетарне политике Заједнице;
- вршење девизних послова;
- држање и управљање званичним девизним резервама држава чланица;
- унапређење несметаног функционисања платног промета.

<sup>78</sup> Види опширније: *Kapteyn G. J. P, EMU and Central Bank: Chances Missed*, „European Constitutional Law Review“, No.1, 2005, 125-128.

Поред ових основних задатака, ЕСЦБ има и значајну саветодавну функцију. У складу са чланом 105. (4.) Уговора, европска монетарна власт ће бити консултована о сваком предложеном комунитарном акту из њене надлежности, као и од стране националних органа о сваком нацрту прописа у оквиру надлежности ЕЦБ и под условима које утврди Савет.

### 3.1.1. Правни статус ЕСЦБ

„Еуросистем“ је термин који користимо да би означили аранжман између Европске централне банке и централних банака земаља чланица које су увеле евро. Са увођењем јединствене валуте 1. јануара 1999. године одговорност за вођење монетарне политике у целости је пренешена на Еуросистем. Његову основу чини Европски систем централних банака који доноси кључне одлуке у монетарној сфери, пре свега оне које се односе на дефинисање и примену јединствене монетарне политике. Централне банке земаља чланица које нису увеле еуро интегрални су део Европског система централних банака, али не и Еуросистема. То значи да оне и даље носе одговорност за националну монетарну политику, као и да не учествују вођењу јединствене монетарне политике Еуросистема.

Као што је већ речено, ЕСЦБ, као и Еуросистем, немају својство правног лица. Пре би се Европски систем централних банака могао дефинисати као међународна институција која се састоји из два конститутивна елемента, Европске централне банке и националних централних банака, који су повезани заједничким циљевима, надлежношћу и правилима. Према томе, ЕСЦБ је способна да делује само преко својих чланица, што значи преко Европске централне банке која је независна, специјализована организација Европске заједнице и националних централних банака, које имају правну способност према националном законодавству. Према члану 28. Статута ЕСЦБ,<sup>79</sup> националне централне банке су једино овлашћене да уписују и да држе капитал ЕЦБ. Удео сваке националне банке обрачунава се према кључу за уписивање капитала (чл. 29 Статута), који, пак, зависе од учешћа државе чланице у популацији Заједнице и учешћа државе чланице у бруто националном производу Заједнице. Европски систем централних банака представља институционални оквир који обезбеђује „органску везу“ између ЕЦБ, као институције формиране примарним правом ЕУ и националних централних банака, чији су корени у националном законодавству али чине део система

<sup>79</sup> Protocol on the Statute of the European system of central banks and of the European Central Bank, OJ C 191, 1992, p.78.

постављеног комунитарним правом.<sup>80</sup> Овако постављен институционални оквир обезбеђује: i) да доношење одлука буде централизовано и ii) да питања која Споразум поверава ЕСЦБ буду обављана заједнички (уз учешће националних централних банака) и у складу са алокациојом моћи и циљевима овог система.

Успостављање Европског система централних банака као вишеродног система са готово хијерархијски једнаком позицијом европске и националних централних банака, уместо двородног система са националним централним банкама подређеним наднационалној монетарној власти, био је предмет дискусије и пре закључивања Споразума из Маастрихта. С обзиром на то да монетарни суверенитет треба да буде недељив а монетарна политика јединствена, истицало се да усвојена федерална структура, са ентитетима који задржавају капацитет за доношење одлука и њихову примену, може да онемогући ЕСЦБ у обављању његових функција. Међутим, анализа структуре уведене Уговором показује да националне централне банке нису у једнакој позицији са ЕЦБ већ да, пре свега, представљају оперативно тело Система. У односу са новоуспостављеном ЕЦБ, положај националне централне банке може се квалификовати као зависни део система. На крају, неспорно је да систем успостављен Уговором дефинише ЕЦБ као централно тело, док ЕСЦБ нема правну способност, нити способност закључивања уговора. Штавише, ово тело не може преузимати обавезе, нити стицати или располагати покретним и непокретним стварима, односно бити странка у поступку. Ова институција не доноси одлуке, нити пак преузима одговорност, а самим тим није учесник у правном промету. У циљу обављања задатака поверених европском монетарном систему, одлуке доносе органи одлучивања ЕЦБ. Према Уговору, Европски систем централних банака представља врсту супранационалног крова под којим се одвија сарадња европске и националних централних банака.

У литератури се овакво институционално уређење објашњава политичким и економским разлозима. Тако се као разлози због чега се кључна питања поверавају европском систему, а не јединственој централној банци, наводе:

- Успостављање јединствене централне банке за укупан еуро простор не би био прихватљив из политичких разлога;

<sup>80</sup> Кључна одлика овог система је да се заснива на принципима децентрализације. Види опширније: Priego J. Francisco and Conlledo Fernando, *The Role of the Decentralisation Principle in the Legal Construction of the European System of Central Banks*, in: „Legal Aspects of the European system of Central Banks“, ed. Amicorum L and Garavelli Z. P, ECB, 2005, p.193-194.



- Еуросистем се заснива на искуству националних централних банака, задржавајући институционалну инфраструктуру, оперативну способност и искуство; Националне централне банке, између осталог, настављају са обављањем неких послова који нису директно повезани са еуросистемом.

- Задржавањем еуросистема који се заснива на већ постојећој структури националних централних банака, уважава се културна и национална разноврсност еуро подручја.

### 3.1.2 Структура ЕСЦБ

Када је у питању доношење одлука Уговором о ЕЗ и Статутом ЕСЦБ предвиђено је да Еуросистемом управљају органи одлучивање Европске централне банке тј. Савет гувернера и Извршни одбор (види слику бр.1). Поред тога, чланом 45. Статута предвиђено је да постоји и Генерални савет као трећи орган одлучивања. Реч је о телу које ће постојати све док постоје државе чланице које нису увеле еуро.<sup>81</sup>

Најзначајнији орган одлучивања је Савет гувернера који се састоји од чланова Извршног одбора и гувернера националних централних банака, који су *ex officio* чланови Савета. Оваква структура најзначајнијег тела рефлектује федералне елементе, али и регионалну димензију у доношењу и извршењу одлука (чл. 112 (1.) и чл. 10. Статута). Савет гувернера је тело које утврђује смернице и доноси потребне одлуке које омогућавају ЕСЦБ да извршава задатке предвиђене Уговором и Статутом. Према члану 12. (1) Статута, Савет гувернера утврђује монетарну политику Заједнице. Међутим, улога Савета гувернера није ограничена само на област монетарне политике; напротив, она се протеже на сва питања у складу са функцијама, задацима и активностима ЕСЦБ. Савет гувернера врши саветодавну функцију и доноси одлуке о међународном представљању Европског система централних банака. У погледу начина одлучивања у Савету гувернера доследно је спроведен принцип „један члан један глас“, што значи да сваки члан Савета има један глас независно од економских услова сваке земље чланице. Сам начин гласања у Савету гувернера рефлектује супранационалну одговорност ЕЦБ. Овакав начин гласања гарантује вођење јединствене монетарне политике у Европи, при чему се најзначајније одлуке у монетарној сфери доносе према економском стању

<sup>81</sup> За детаљну анализу структуре Европског система централних банака види: Arda Atilla, *Institutional Aspects of the European System of Central Banks: A Commentary on article 107*, in: Smit&Heryog on the Law of the European Union, ed. CampebellChristian at. al, 2006, Available at SSRN:<http://ssrn.com>

у еуро подручју у целини.<sup>82</sup> Одредбе уговора, између осталог, предвиђају да чланови овог тела у обављању својих активности уживају потпуну независност. То значи да ниједан члан овог органа одлучивања „не сме тражити нити примати инструкције органа или тела Заједнице, влада држава чланица или било ког другог органа“. То даље значи да гувернери националних банака, који су по службеној дужности чланови Савета гувернера, код доношења одлука делују у пуном капацитету члана овог органа одлучивања, што значи да не представљају своју националну монетарну институцију.

Поред Савета гувернера, као орган одлучивања јавља се и Извршни одбор, који сачињавају председник, потпредседник и четири члана. Према члану 112. и члану 12. Статута, чланове Извршног одбора заједнички именују владе држава чланица из реда личности признатог стручног ауторитета и искуства у монетарној, односно банкарској области. То значи да владе свих земаља чланица морају да се сагласе о избору члана Извршног одбора. Процес почиње утврђивањем предлога од стране Савета министара. С обзиром на то да ово тело чине министри финансија држава чланица (*ECOFIN*), утврђивање предлога значи, истовремено, и сагласност влада земаља чланица. Следећи корак је консултовање Европског парламента и Савета гувернера о предложеним члановима. Коначна одлука доноси се на нивоу шефова држава или председника влада. Главна надлежност Извршног одбора је у спровођењу монетарне политике у складу са смерницама и одлукама Савета гувернера.

Анализа одредби Уговора и Статута, које уређују положај и надлежност органа одлучивања ЕЦБ, показује да су у овим решењима присутна два принципа која дају одговарајући степен флексибилности. С једне стране, централизовани начин доношења одлука осигурава да јединствена монетарна политика буде тако дефинисана да се уважавају економски услови у укупном валутном простору. С друге стране, децентрализована примена омогућује да се, уважавајући разлике у структури финансијског система, искористе компаративне предности националних централних банака. Супранационални карактер овог тела је неопходан захтев који омогућава ЕЦБ да води јединствену монетарну

<sup>82</sup> Изузетак од овог правила су финансијска питања ЕСЦБ (капитал, трансфер девизних резерви, расподела емисионе добити), у ком случају се гласови расподељују према уделу националних централних банака у уписаном капиталу ЕЦБ. Пондерација гласова чланова Извршног одбора једнака је нули. Одлука за чије је доношење потребна квалификована већина, усваја се ако збир позитивних гласова представља најмање две трећине уписаног капитала у ЕЦБ и најмање половину акционара. (Члан. 10.(3.).

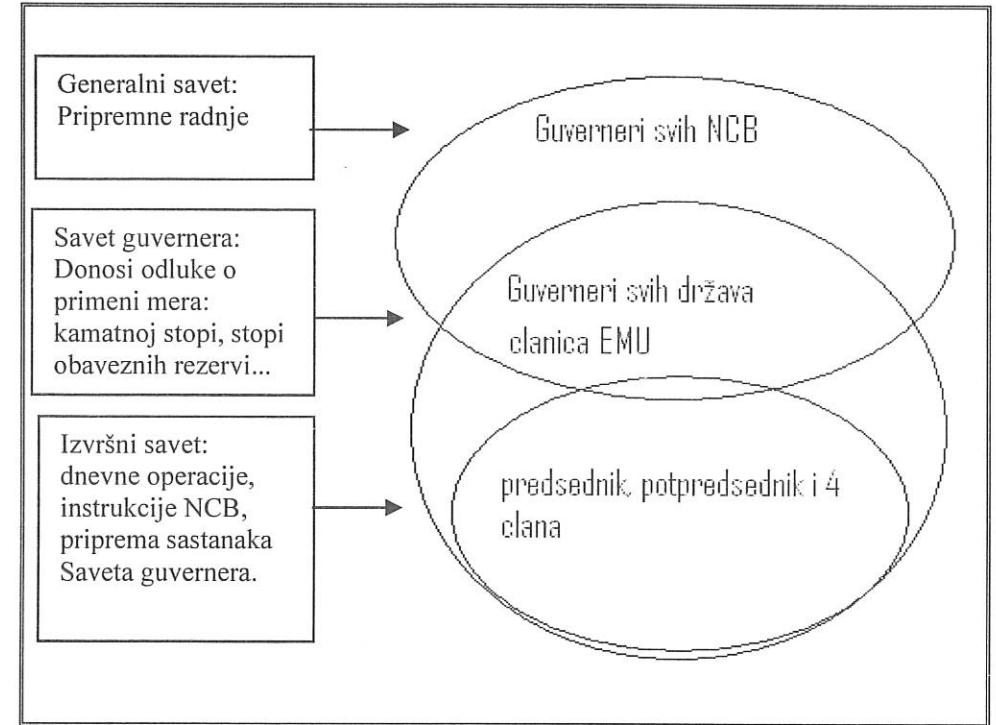
политику. Чланове Извршног одбора према чл. 109. (2) и члану 11. Статута, као и председника, потпредседника, споразумно бирају владе држава чланица. Чланови овог тела бирају се из редова лица са признатим ауторитетом и професионалним угледом из монетарних и банкарских послова. Период на који се бирају (8 година без могућности поновног избора) увелико превазилази трајање мандата осталих органа Заједнице. Да би се избегао једновремени истек мандата свих чланова овог тела, чл. 50. Статута предвиђа да се председник извршног одбора именује на осам година, док се потпредседник именује на четири године, а остали чланови Извршног одбора имају мандат у трајању између пет и осам година. Разрешење чланова Извршног одбора регулисано је чланом 11.(4) Статута и врши се на захтев Савета гувернера или Извршног одбора. Примена овог члана ограничена је на случај „озбиљне грешке“ или на случај када члан Извршног одбора више не испуњава услове неопходне за обављање својих функција. Анализа законодавних решења показује да чланови Извршног одбора уживају највиши степен персоналне независности. Чланом 11.(4.) искључује могућност да било ко изван органа ЕЦБ захтева разрешење члана Извршног одбора. Као извршно тело, Извршни одбор спроводи монетарну политику у складу са смерницама и одлукама Савета гувернера. Поред тога, Извршни одбор је овлашћен да даје упутства националним централним банкама о реализацији јединствене монетарне политике.

Генерални савет је трећи орган одлучивања. Као што је већ речено, он се састоји од председника, потпредседника и гувернера свих националних централних банака које су чланице ЕУ, укључујући и представнике држава које нису чланице ЕМУ, и има улогу везе између Еуросистема и ЕСЦБ. Остала четири члана Извршног одбора имају право да присуствују без права гласања. Надлежност овог органа чине примарно питања преузета од Европског монетарног института. На пример, Генерални савет обавља послове који се односе на питања координације јединствене монетарне политике ЕЦБ и монетарне политике у земљама чланицама које нису прихватиле евро, али чија монетарна политика мора да буде конзистентна са циљем ценовне стабилности. Надлежност овог тела је и подстицање сарадње у питањима која се тичу пруденционе контроле кредитних институција у Европској унији, као и неопходних припрема за неповратно фиксирање девизних курсева пре уласка у трећу фазу. Логика постојања оваквог тела је у чињеници да постоје земље које су искористиле могућност да не буду делови јединственог монетарног простора (чланице за које важи клаузула дерогације), односно да се са проширењем ЕУ број чланица изван монетарне уније повећава. У односу према тим земљама, европска монетарна власт нема право да даје

инструкције националним централним банкама; оне нису ограничене нити везане оквирима или инструкцијама о вођењу монетарне политике и оне нису делови ЕСЦБ. С друге стране, постоје чланови уговора који обавезују све чланице, независно од тога да ли су делови монетарне уније или нису

Слика бр.1.

### ОРГАНИ ОДЛУЧИВАЊА ЕЦБ И ЕСЦБ



– на пример, да испоштују стандарде у погледу независности централне банкарске институције. Могли би смо да закључимо да је реч, првенствено, о координационом телу.

### 3.2. Европска централна банка

Према члану 107, Европска централна банка има својство правног лица.<sup>83</sup> У складу са тим, Статут признаје ЕЦБ најшира правна овлашћења која национална законодавства, иначе, признају правним лицима. То значи да европска монетарна институција може да стиче и отуђује покретну и непокретну имовину, као и да буде странка у поступку (чл. 9. Стаута). Овако дефинисана овлашћења не значе да она може вршити права и дужности у областима које се разликују од задатака Европског система централних банака предвиђених Уговором и Статутом. Ови задаци утврђени су чланом 12.(1) Статута и односе се на утврђивање монетарне политике Заједнице, која подразумева и доношење одлука у вези средњорочних монетарних циљева и кључних каматних стопа. Поред тога у њену надлежност спада и доношење одлуке о висини резерви, као и утврђивање неопходних смерница за њихово извршавање. То, такође, укључује и овлашћење Европске централне банке да одлучује о начину представљања у области међународне сарадње (чл. 6. ЕСЦБ Статута).

#### 3.2.1. Регулаторна моћ ЕЦБ

Још једна одлика положаја Европске централне банке огледа се у њеној надлежности за доношење одређених аката. Тако је она овлашћена за доношење уредби, одлука, препорука и мишљења,<sup>84</sup> наравно, у границама утврђеним Уговором и Статутом ЕСЦБ. То значи да регулаторна моћ ове институције није неограничена. Напротив, она се манифестује само у областима које су у надлежности ЕЦБ и директно су у функцији обављања задатака поверених ЕСЦБ-у. На пример, овлашћење ЕЦБ да доноси Уредбе, као акта са највишом правном снагом, ограничено је на области које се односе на:

- Надлежност да дефинише и спроводи монетарну политику Заједнице;

- Утврђивање обавезе кредитних институција држава чланица у погледу држања минималних резерви код Европске централне банке;

<sup>83</sup> Према важећем законодавству Европска централна банка је једна од две институције Заједнице које имају својство правног лица. Друга је Европска инвестициона банка (чл.266.УоЕЗ).

<sup>84</sup> Као што је познато, Уредба има опште дејство. Сваки њен елемент је обавезан и примењује се директно у свакој држави чланици. Одлука је врста правног акта која је обавезна, у сваком свом елементу, за оне субјекте на које се односи. С друге стране, препоруке и мишљења не обавезују.

- Дефинисање здравог и ефикасног система обрачуна и наплате (платни систем) у оквиру Заједнице и са трећим лицима.

Поред тога, Европска централна банка може да доноси уредбе и о питањима која се односе на обезбеђивање контроле квалитета пословања кредитних и других финансијских институција. Уредбе које она доноси имају опште дејство, обавезујуће су у целини и директно се примењују у државама чланицама монетарне уније. Штавише, ЕЦБ је овлашћена, да у границама и под условима утврђеним од стране Савета, према прекршиоцима њених уредби и одлука изриче новчане казне и друге финансијске санкције.<sup>85</sup> У складу са тим, Савет је донео Уредбу којом су дефинисани услови и границе до којих највиша монетарна власт ЕМУ може да изриче санкције.<sup>86</sup> Мада је овлашћење да се донесе одлука о примени финансијских санкција искључива надлежност ЕЦБ, поменуто Уредба (чл.3) прописује да сам поступак за увођење санкција мора бити инициран од националне централне банке.

Регулаторна моћ Европске централне банке није ограничена само на доношење ових правних аката. Тако, она може да доноси смернице и даје инструкције (упутства), које се у литератури дефинишу као правни акти *sui generis*. Иако је реч о административним актима, који немају директно дејство, не треба занемарити њихове индиректне ефекте и утицај који могу да изврше према субјектима изван система. У целини, ова овлашћења, посебно моћ да се доносе уредбе без укључивања Савета или Европског парламента, по речима *B. Dutzler* могу да значе фактичко стварање новог законодавног тела.<sup>87</sup> То у први план поставља питање дефинисања механизма контроле законитости ових аката. Према члану 230. Уговора о ЕЗ, Европски суд правде, између осталог, контролише законитост аката које доноси Европска централна банка, осим оних које имају карактер препорука или мишљења. Судска заштита и контрола представљају својеврсни контрабаланс одсуству контроле од стране политичких тела, посебно Европског парламента. Судска контрола одлука које доноси ЕЦБ је комплементарна ненормативној контроли. Ово утолико пре, што концепт независности Европске централне банке

<sup>85</sup> Више о регулаторној моћи европске централне банке види: Arda Atila, *Regulatory Powers of the European Central Bank: A Commentary on Article 110 TEC*, in: Smit&Heryog on the Law of the European Union, ed. CampbellChristian et. al, 2006, Available at SSRN:<http://ssrn.com>

<sup>86</sup> Council Regulation No.2532/98 concerning the powers of the ECB to impose sanctions, OJ L 318/4,1998.

<sup>87</sup> Види опширније: Dutzler Barbara, *The European System of Central Banks : An Autonomous Actor?*, Springer, 2003, p. 10-11.



практично доводи до одсуства одговорности, ојачане санкцијама које би органи Заједнице могли примењивати. Судска контрола треба да обезбеди заштиту принципа владавине права и, посебно, принципа поделе власти.

### 3.2.2. Остале надлежности ЕЦБ

У надлежност Европске централне банке спада и обављање других функција, које су повезане са основном функцијом организовања, усмеравања и регулисања монетарних токова. Као и остале централне банке и ЕЦБ има емисиону функцију. Кад је у питању емитовање новца, она контролише укупан процес, мада се сама производња (штампање) остварује у свим земљама чланицама. Поред емисионе функције, Европска централна банка обавља:<sup>88</sup>

- Функцију фискалног агента. Треба имати у виду да Уговор о ЕЗ и Статут ЕСЦБ постављају одговарајућа ограничења у обављању ове функције, а све ради предупређења финансирања буџетског дефицита. На пример, Европској централној банци је забрањено одобравање кредита за финансирање буџетског дефицита или, пак, директна куповина хартија од вредности емитованих од стране владе.

- Води рачуна о очувању стабилности финансијског система. Према законодавству ЕУ (чл. 105. (5) Уговора), ЕЦБ није директно одговорна за пруденциону контролу банака. Уместо тога, она је у обавези да доприноси „добром вођењу политика надлежних органа, које се односе на контролу пословања кредитних институција и стабилност финансијског система.“

- Функција зајмодавца у последњој инстанци (*lender of last resort*). Споразум из Мастрихта не помиње експлиците ову функцију, мада је током времена Европска централна банка демонстрирала своју жељу и спремност да управља кризом ликвидности у банкарском систему еуроподручја.

- Функцију контроле и надгледања платног система. Ова функција је уско повезана са осигурањем стабилности финансијског система и вођењем монетарне политике. Члан 22. Статута поверава европској и националним централним банкама оперативну улогу у платном систему, дајући овлашћење ЕЦБ да доноси прописе којима обезбеђује ефикасан

<sup>88</sup> За исцрпну анализу надлежности ЕЦБ у односу на надлежност других централних банака (Федералних резерви) види: Pollard S. Patricia, *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*, „Review Federal Reserve Bank of St. Louis“, January-february, 2003, p. 12-15.

систем надокнаде и платни систем у оквиру Заједнице и са трећим земљама.

- Обавља саветодавну функцију. Тако, европска монетарна власт може да даје мишљења комунитарним институцијама, односно органима, као и националним органима, из области њене надлежности.

- Поред наведених функција, ЕЦБ обавља и послове прикупљања статистичких података о кретању монетарних агрегата и осталих индикатора економске активности, односно одлучује о начину представљања у области међународне сарадње.

Европска централна банка, међутим, није одговорна за девизни режим. На пример, питање да ли ће постојати фиксни или флукутирајући девизни курс. Надлежност за ово питање законодавство ЕУ (чл. 111. УоЕЗ) препушта Савету, уз обавезу консултовања наднационалне централне банке. ЕЦБ, такође, није надлежна за финансијску регулацију и заштиту потрошача у кредитним и финансијским односима. Ово питање и даље је предмет регулисања на националном нивоу, мада ЕУ настоји да припреми и усвоји правне акте који ће промовисати финансијску интеграцију и отклонити могућност сукоба регулаторних надлежности изазваних интеграцијом.

### 3.2.3. Независност Европске централне банке

Независност централне банке у односу на извршну власт представља једно од основних начела савременог централног банкарства. У основи концепта независности је претпоставка да је стабилност цена фундаменталан циљ централне банке. Наглашавање важности стабилности цена темељи се на сазнању да инфлација, независно од тога да ли је антиципирана од стране јавности или није, узрокује енормне политичке, економске и друштвене трошкове. Међутим, реализација овог циља није вероватна уколико зависи од политичара који због краткоће изборног циклуса преферирају краткорочне циљеве или, пак, од политички зависне централне банке. Због тога, вођење монетарне политике и реализацију циља стабилности цена треба препустити аутономном субјекту који не зависи од избора и има дужи временски хоризонт.

Са теоријског становишта, независност централне банке представља решење за три различита али међусобно повезана проблема:

Прво, независност чини отежаном доминацију фискалних власти (и политике) у односу на монетарне власти (и политику). Уколико монетарне власти имају улогу доминантног играча и прве одлучују, фискалне власти морају тим одлукама да се прилагоде и испуне захтеве у

погледу буџетског ограничења, а инфлација ће бити у складу са жељама монетарних власти.

Друго, независност централне банке штити друштво од дисторзија изазваних изборним циклусима. Полази се од претпоставке да је на дуги рок Филипсова крива вертикална и да је монетарна политика неутрална на дуги рок. То показује и емпиријско искуство земаља ОЕЦД-а, у којима је забележено да је након експанзивне монетарне политике у периоду пре избора следила рестриктивна монетарна политика у постизборном периоду.

На крају, независност централне банке је решење за проблем временске неконзистентности у вођењу монетарне политике. Због проблема временског заостајања у спровођењу монетарне политике, централна банка је често принуђена да делује пре него што се јави стварна потреба за деловањем, како би ефекти предузетих акција дошли у прави тренутак. Уколико централна банка настоји да истовремено оствари конфликтне циљеве, стабилност цена и ниску незапосленост, она може доћи у ситуацију да води монетарну политику која је временски неусклађена. Оваква временски неконзистентна (*time inconsistent*) политика може на кратак рок утицати на смањење незапослености, али на дуги рок води повећању инфлације.

Проблем динамичке неконзистентности по *S. Fischer*-у може се решити на два начина:<sup>89</sup> поверавањем монетарне политике независном, конзервативном централном банкарку или утврђивањем јасног мандата централне банке. И у једном и у другом случају препоручује се успостављање таквог положаја централне банке који ће јој омогућити независност у вођењу монетарне политике. Оно по чему се разликују је питање начина одређивања циљева које је централна банка обавезна да реализује. Први приступ подразумева делегирање овлашћења за вођење монетарне политике конзервативном централном банкарку, који по дефиницији има мању склоност ка инфлацији од владе, и који је довољно независан од осталих облика власти, пре свега извршне, да може слободно водити своју конзервативну монетарну политику. Доследно томе, централна банка мора да буде независна како би се осигурало да ће њене преференције, а не преференције друштва, детерминисати монетарну политику у условима када је немогуће унапред утврдити оптималну стопу инфлације. У исто време, код доношења одлука о брзини којом ће се редуковати инфлација, у условима када је она изнад жељеног нивоа,

<sup>89</sup> Види опширније: Fischer Stanley, *Modern Central Banking*, in: „The Future of Central Banking“, ed. F. Capie et. Al, Cambridge, 1995, p. 201-202.

централни банкарци морају узимати у обзир *trade-off*, који на кратак рок постоји између инфлације и производње. Недостатак овог приступа је у немогућности политичких актера да *ex ante* идентификују ниво инфлације који кандидати за менаџмент централне банке (гувернер и чланови других органа банке) сматрају пожељним. Као алтернатива овом приступу у економској теорији развијен је концепт *principal-agent*. По овом моделу, принципал (друштво, влада) са јасно дефинисаним циљевима закључује уговор којим ће монетарни агент (централна банка) да делује на начин који ће обезбедити остваривање интереса принципала. Централној банци се одређује јасан мандат, који је ојачан транспарентним системом награда и казни према учинку.

Зависно од концепције која је дошла до изражаја, самосталност централне банке може да се манифестује у виду независности у одређивању циљева и/или као независност у погледу избора инструмената и конципирања монетарне политике. Централна банка са непрецизно дефинисаним или недефинисаним циљевима је потпуно самостална и има могућност да води монетарну политику независно од осталих сегмената економске политике. С друге стране, централна банка са јасно дефинисаном улогом (јасно дефинисан циљ нпр. стабилност општег нивоа цена) има инструменталну независност, под условом да има пуну слободу у селекцији и употреби инструмената за остваривање утврђених циљева. Савремена теорија монетарне политике одређује се у корист концепта независности у избору и примени инструмената, при чему је пожељно да се законом о централној банци јасно дефинише циљ који ће имати приоритет и за чије ће остваривање централна банка бити одговорна<sup>90</sup>.

Ставови модерне монетарне теорије о положају централне банке у потпуности су дошли до изражаја код дефинисања положаја Европске централне банке. Конципирано по узору на немачку централну банку, ово начело подразумева да је централна банка врховна монетарна власт која има такав статус у законодавству који јој осигурава самосталност у вођењу монетарне политике.<sup>91</sup> У складу са тим, и Уговор о оснивању ЕУ

<sup>90</sup> *Ibid*, стр. 293

<sup>91</sup> Мада у остваривању стабилности немачке марке у послератом периоду не треба занемарити утицај дисциплине на пољу јавних финансија, одлучујућа улога за ту стабилност се ипак приписује немачкој централној банци (*Deutsche Bundesbank*). Штавише, модел по коме је она конципирана се прихвата као један од најбољих, па је природно што је остварио значајан утицај код дефинисања правних оквира Европске централне банке. Наведено према: Sparve Robert, *Central Bank Independence Under European Union and Other International Standards*, in: „Legal

садржи изричиту одредбу по којој ЕЦБ и ЕСЦБ у вршењу својих обављања и извршавања циљева и задатака који су им поверени „не могу тражити ни прихватати упутства од органа или тела Заједнице, влада држава чланица или било ког другог органа“. Штавише, органи и тела Заједнице, као и владе држава чланица обавезују се на поштовање тог начела, као и на то да неће утицати на чланове органа одлучивања ЕЦБ, односно националних централних банака у обављању њихових задатака. (чл. 108. Уговора и чл.7.Статута). Независност централне банке у теорији се схвата као кључни предуслов успешног остваривања циља који се односи на успостављање и очување стабилности цена. Наведеним чланом ствара се основ за институционалну независност Европске централне банке. Овим чланом се обавезују институције и органи Заједнице, али и извршна власт држава чланица, да поштују овај принцип и избегавају да врше утицај на органе одлучивања ЕЦБ и националних централних банака када одлучују о питањима из своје надлежности. Такође, није без значаја да је принцип независности дефинисан примарним изворима (Уговором о ЕЗ и Статутом), а не секундарним законодавством, што значи да има "уставни" карактер.<sup>92</sup> Независност ЕЦБ условљена је њеним примарним циљем тј. успостављањем стабилности цена и њеном ексклузивном компетенцијом за вођење монетарне политике. Другим речима, ЕЦБ треба да буде удаљена од свих врста утицаја који могу да омету остваривање њеног примарног циља. Независна централна банка није само у бољем положају да оствари циљ стабилности цена, она такође од јавности добија кредитбилитет знатно већи од централне банке која је зависна од владе.

Независност ЕЦБ потврђена је и од стране Европског суда правде који је својом пресудом у случају *OLAF* навео чиниоце, који ван сваке сумње, гарантују независност ове институције. У том смислу се истиче да Европска централна банка: (i) поседује својство правног лица, (ii)

---

Aspects of the European System of Central Banks“, ed. L. Amicorum and P. Z. Garavelli, ECB, 2005, p.274-275.

<sup>92</sup> Правни статус Европске централне банке и њен однос према Европској заједници био је предмет академских контроверзи. Полазећи, *inter alia*, од независности Европске централне банке и признатог својства правног лица, неки аутори врховну монетарну институцију ЕМУ дефинисали су као независну, специјализовану организацију комунитарног права, независну од Европске заједнице (четврти стуб), док су остали дефинисали ЕЦБ као монетарну институцију ЕЗ. Више о томе види: Lenihan J. Niall, *The Price Stability Mandate of the European System of Central Banks: A Legal Perspective*, „Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law“, Washington, D.C., October 23-27, 2006, www.imf.org

располаже сопственим средствима и буџетом, (iii) има органе одлучивања, (iv) ужива привилегије и имунитет који је неопходан за обављање задатака који су јој поверени, и (v) о разрешењу члана органа одлучивања може једино Суд одлучити на захтев Савета гуверера или Извршног одбора.<sup>93</sup>

Уговором установљен принцип независности обавезује и националне централне банке и на тај начин јача њихов положај у односу на органе извршне власти. Тако, Уговор о ЕЗ (члан. 109) обавезује државе чланице да до успостављања ЕСЦБ своје национално законодавство усагласе са законодавством ЕУ.

Независност Европске централне банке не значи да је она потпуно слободна од коментара или политичких притисака. Тако се Европска комисија у иницијалној фази залагала за независност која је подвргнута „демократском критичком разматрању“. Штавише, чланом 113. УоЕЗ предвиђено је учешће, без права гласа, председника Савета министара и једног члана Комисије на састанцима Савета гувернера ЕЦБ. Само учешће подразумева право да се стави предлог за расправу и учествује у расправи. Савет министара је, према Уговору, дужан да: 1) обезбеди усклађивање општих економских политика држава чланица, као и да врши мултилатерални надзор над економским политикама држава чланица, 2) прати ефикасност појединих мера економске политике, што подразумева и учешће његових представника у расправама о питањима од значаја за укупну економску политику. С друге стране, и председник Европске централне банке се позива да учествује на састанцима Савета министара, када се расправља о питањима у вези са циљевима и задацима ЕЦБ.

У теорији се истичу три различита аспекта концепта независности централне банке:

**А) Институционална независност** - Овај сегмент независности тиче се степена утицаја осталих облика власти на одлуке које централна банка доноси у погледу монетарне политике. Степен институционалне независности зависи од законодавних одредби којима је дефинисан положај ЕЦБ у односу на друге органе заједнице, односно државе чланице, као и од јасно дефинисаног мандата централне банке. У теорији се сматра да је централна банка која има већи број циљева, при чему ни један од њих нема приоритет у односу на друге, предмет политичке пресије у случају када није могућа истовремена реализација утврђених циљева. Европско законодавство даје јасан мандат ЕЦБ да, првенствено, води рачуна о стабилности цена. Срж овог облика независности је у дефинисању поступака који се сматрају недозвољеним утицајем на централну банку.

---

<sup>93</sup> Case C-11/00, *Commission v ECB*, 2003.



**Б) Функционална независност** - Друга одлика независности је повезана са независношћу у оперативном смислу. Да би остварила своје функције, централној банци је дата пуна слобода и моћ да оствари примарни циљ. На пример, Еуросистему је поверена ексклузивна компетентност за вођење монетарне политике и има монопол у емитовању новца. Право држава чланица да емитују ковани новац је ограничено на мање деноминације, при чему је обим емитованог новца одређен од стране врховне монетарне институције. Мимо централне банке није могуће емитовање новца, чиме се обезбеђује потпуна контрола над монетарном базом у еуро подручју. Овом телу је и слобода у избору инструмената. Такође, Савет гувернера је овлашћен да одреди монетарну стратегију да би се остварио примарни циљ. Оперативну и функционалну независност појачава и чл. 101. Уговора о ЕЗ, којим се забрањује одобравање кредита јавном сектору, тј. за финансирање дефицита.

**В) Финансијска независност** – Финансијска независност обухвата две компонентне:

- Финансијску независност у ужем смислу, која је повезана са самосталношћу централне банке у вођењу своје унутрашње политике. Како би се избегао утицај политичког фактора, централна банка мора да располаже сопственим финансијским средствима чија се расподела утврђује финансијским планом. Готово у свим земљама је прихваћено решење које омогућава слободно располагање приходима које банка оствари, уз одредбу да се вишак прихода алоцира у државни буџет. С друге стране, у случају губитка банке већина законодавства предвиђа његово покривање средствима из буџета.

- Искључивање могућности директног кредитирања државе. Кључни индикатор за процену степена формалне независности централне банке представља уношење у законодавство одредбе о забрани фискалног финансирања. Тако чл. 21. Статута изричито забрањује европској и националним централним банкама да одобравају кредите држави и парадржавним институцијама. Забрана директног кредитирања државе јача позицију централне банке, као институције искључиво одговорне за контролу монетарне базе и, истовремено, искључује или бар знатно сужава могућност утицаја владе на раст монетарних агрегата.<sup>94</sup>

**Г) Персонална независност** - Поред већ поменутих индикатора, степен независности централне банке зависи и од начина на који је

регулисано управљање централном банком (улога, статус и структура органа управљања централне банке, поступак избора и трајање мандата гувернера, клаузула инкомпатибилности и сл.). Уговор из Мастрихта гарантује независност органима управљања ЕЦБ. То се односи на трајање мандата и могућност разрешења чланова Савета гувернера и Извршног одбора. Ови механизми представљају начин да се предупредe индиректни политички утицаји на чланове ових тела. У настојању да се осигура персонална независност, гувернери националних централних банака се бирају на период од најмање пет година и не могу бити разрешени од стране оних који су били укључени у њихов избор. Ове одредбе, заједно са осмогодишњим мандатом, без могућности поновног избора чланова Извршног одбора, обезбеђују персоналну независност Савета гувернера Европске централне банке. У настојању да се осигура независност, одлуке Савета гувернера су деперсонализоване – тј. начин гласања чланова овог тела није доступан јавности. Тиме су створени услови за потпуно слободно одлучивање о питањима од значаја за вођење јединствене монетарне политике. Персоналну независност гарантује и сам поступак разрешења чланова органа одлучивања. Чланови могу бити разрешени само уколико нису у стању да испуне услове неопходне за обављање својих функција, или ако су учинили повреду својих обавеза. У таквим случајевима, Савет гувернера или Извршни одбор могу поднети захтев Европском суду правде да разреши дужности члана органа ЕЦБ (Чл. 11. (4) Статута). Под истим условима и гувернер НЦБ може бити разрешен функције од стране органа дефинисаног националним законодавством.

#### 3.2.4. Јавност и одговорност у раду

Централна банка данас располаже огромном моћи, уз истовремено јак положај, независан у односу на извршну власт. Међутим, принципи демократске контроле намећу потребу дефинисања механизма који ће обезбедити контролу врховне монетарне власти. Или као што то *J. Stiglitz* објашњава: „монетарна политика је кључна детерминанта макро-економских перформанси једне привреде... Поставља се питање да ли та кључна детерминанта од које зависи шта ће се десити у друштву треба да буде ван контроле демократски изабраних тела“.<sup>95</sup> Концепт одговорности може бити дефинисан као обавеза једне стране према другој да подноси

<sup>94</sup> P. A. de Sousa, *Independent and Accountable Central Banks and the European Central Bank*, European Integration online Papers (EIOP) Vol. 5, (2001)No 9, str. 1-16.

<sup>95</sup> Stiglitz Joseph, *Central banking in a Democratic Society*, „De Economist“, No 146, 1998, p.19.

извештаје којим ће објаснити или оправдати своје акције и одлуке, и преузети одговорност за резултате тих активности.<sup>96</sup>

Кључни елемент институционалних аранжмана којима се уређује питање одговорности централне банке повезано је са транспарентношћу (јавношћу) у раду.<sup>97</sup> Транспарентност се односи на окружење у коме су циљеви политике, њени правни, институционални и економски оквири, одлуке о примени одређених мера, као и разлози за њихову примену доступни јавности на један свеобухватан, разумљив и правремен начин. У демократском друштву централна банка може бити независна само уколико је овакав статус подржан од стране јавности. С друге стране, ова подршка може бити остварена само под условом да је ова политика транспарентна и ако су носиоци политике одговорни јавности, односно представничким телима.

Питање јавности у раду централне банке своди се на три кључна аспекта: (i) транспарентност у циљевима, (ii) транспарентност у доношењу одлука и (iii) транспарентност у проценама будућих економских резултата. Први захтев подразумева не само да је циљ јасно дефинисан, већ и да буде лако разумљив јавности. Уговором о ЕЗ јасно је дефинисан основни циљ ЕЦБ - стабилност цена. Савет гувернера је овлашћен да даље прецизира и квантитативно одреди дефиницију стабилности цена. Транспарентност, *inter alia*, подразумева укљученост јавности у процес доношења одлука. Баш због компликованости трансмисионог процеса између примењене монетарне политике и циља стабилности цена, Европска централна банка поставља стопу раста монетарних агрегата (М3) као интермедијарни циљ и на тај начин утиче на тржишна очекивања економских субјеката. Транспарентност такође подразумева и упознавање јавности са очекивањима у погледу будућих економских резултата. Председник ЕЦБ и Савет гувернера упознаје јавност преко својих месечних гласила, у којима се дају предвиђања о развоју економије у наредном периоду.

Независност централне-банкарске институције нераскидиво је повезана са механизмима који обезбеђују њену одговорност. Одговорност је претпоставка легитимности и кључни елемент демократских структура. У демократском друштву све одлуке којима се утиче на заједницу морају имати легитимитет, односно подршку грађана. Политичке одлуке имају легитимност уколико директно или индиректно изражавају жељу грађана -

<sup>96</sup> Lastra, R. M, *How Much Accountability for Central Banks and Supervisors*, „Central Banking“, 12(2), 69-75.

<sup>97</sup> Види опширније: Haan de Jakob, Osterloo Sander, *Transparency and accountability of central banks in their role of financial stability supervisor in OECD countries*, „European Journal of Law and Economic“, 2006, p. 256-257.

што се често назива легитимност по процедури, или „input легитимитета“ - или да делују тако да обезбеђују испуњење очекивања грађана и њихових потреба - што се често назива „output легитимитета“ или легитимност по резултату.<sup>98</sup> Као институција установљена Уговором о ЕЗ, који је потписан и ратификован од стране свих земаља чланица у складу са њиховим унутрашњим законодавством, ЕЦБ ужива тзв. „input легитимитета“. Земље чланице ЕУ су одлучиле да пренесу део свог суверенитета и одговорност за вођење монетарне политике на нову наднационалну институцију и, истовремено, се сагласиле да је заштите од политичког утицаја. Надлежност за вођење монетарне политике је пренета у оквиру ограничења и под условима дефинисаним мандатом европске монетарне власти, који јасно дефинише циљеве монетарне политике и, према томе, ограничава ширину дискреције коју органи одлучивања имају када доносе одлуке и воде монетарну политику. Даље „input легитимитета“ се изводи и из процедуре по којој се бирају чланови органа одлучивања ЕЦБ, с обзиром на то да се они бирају од стране демократски изабраних представника земаља чланица.

По Н. К. Scheller-у, Европска централна банка такође изводи „output легитимитета“ успешним обављањем поверених задатака.<sup>99</sup> Јачање положаја централне банке у односу на извршну власт мотивисано је жељом да се овој институцији створе неопходни услови за реализацију приоритетног циља, а то је стабилност цена. Као што је већ речено, искуство многих земаља показује да је, у периоду након II светског рата, евидентно да је за остваривање овог циља најпогоднија његова реализација од стране независне институције. На тај начин, по овом аутору, независно од несумњиве изолованости Европске централне банке од политичког процеса, ова институција ужива пун легитимитет.

У принципу много је лакше пратити одговорност централне банке уколико је као задатак постављен само један циљ. Постојање више равноправних циљева увек доводи до проблема *trade-off*-а, посебно на кратак рок, уз дискреционо право централне банке да изабере циљеве којима ће дати приоритет.<sup>100</sup> Само питање одговорности подразумева примену механизма награда и санкција, зависно од успеха у реализацији утврђених циљева. Међутим, област монетарне политике има одређене специфичности које отежавају процену код доношења одлука о успешности у реализацији утврђених циљева. Сама чињеница да постоји

<sup>98</sup> Наведено према: Scheller K. Hanspeter, *The European Central Bank: history, role and functions*, ECB, 2004, p. 125.

<sup>99</sup> *Ibid*, p.125.

<sup>100</sup> Pollard, *Op. cit.* p. 25.

временско кашњење у трансмисији монетарне политике, значи да се утицај мера на стабилност цена може процењивати само на средњи рок. Наиме, готово је немогуће да се пониште ефекти неантиципираног шока (поремећаја) на цене. Због тога, код утврђивања одговорности и успешности у примени одређених мера, мора се водити рачуна о трансмисионом механизму, времену трајања и величини пормећаја.

Једно од питања повезано са проблемом одговорности централнобанкарске институције односи се на питање коме ова институција одговара за реализацију утврђених циљева. У случају Европске централне банке главни органи одлучивања - Савет гувернера и Извршни одбор - представљају колективно тело чији су чланови одговорни за испуњење задатака и функција ЕЦБ. Начин избора чланова ових органа поставља ограничења за увођење система индивидуалне одговорности, као што је то могуће у земљама са националном централном банком. Сама чињеница да се чланови ових тела бирају по процедури која укључује све земље чланице онемогућава да се у погледу одговорности спроведу решења која примењују земље у односу на своје националне централне банке. То значи да не постоји могућност да чланови Савета гувернера за свој рад одговарају пред Европским парламентом, с обзиром на то да ЕУ институције и тела нису укључени у процес избора гувернера националних централних банака. Такође, није конзистентно да гувернери националних централних банака за свој рад у наднационалним монетарним органима одговарају пред својим националним парламентима. Штавише, национални парламенти немају легитимитет да процењују како гувернери националних централних банака обављају своје дужности у супранационалном телу - дужности која експлиците укључује забрану деловања у правцу заштите домаћих интереса.

Анализа законодавних решења показује да је Европска централна банка одговорна за све активности и задатке које јој Еуросистем поверава, а посебно за вођење монетарне политике. Утврђивањем квантитативне дефиниције стабилности цена, ЕЦБ креира мерило на основу којег ће њена улога бити процењивана. С друге стране, националне централне банке, поред послова предвиђених законодавством ЕУ, могу обављати и друге послове.<sup>101</sup> У том случају, националне централне банке их реализују на сопствену одговорност и ризик, будући да се не сматрају саставним делом функције европског монетарног система.

<sup>101</sup> Право на обављање ових послова ограничава се једино ако Савет гувернера двотрећинском већином важећих гласова, закључи да су ти послови у супротности са циљевима и задацима ЕЦБ (чл. 14.4. Статута ЕЦБ).

У границама свих ограничења која су условљена супранационалним карактером ЕЦБ, одговорност ове институције према европском законодавству уређена је на следећи начин:

- Одредбе УоЕЗ предвиђају директну одговорност Европске централне банке према Европском парламенту, Савету министара, Европској Комисији и Европском савету, у виду подношења извештаја (чл. 113). Годишњи извештај садржи информације о активностима Европског система централних банака и о монетарној политици која је вођена у претходном периоду, односно која се води у текућој години. Чланом 15. Статута ЕЦБ је обавезана да припреми и објави извештај о активностима најмање свака три месеца, као и консолидованих недељних финансијских извештаја. Анализа законодавних решења показује да је ЕЦБ за свој рад одговорна европској јавности и органима Европске уније. Међутим, утицај ових органа на централну банку је ограничен. Европски парламент не може променити ниво одговорности будући да је он дефинисан Уговором.<sup>102</sup> С друге стране, национална централна банка за свој рад је одговорна националном парламенту, који може изменом закона променити начин утврђивања одговорности централне банке за монетарну политику коју води. Европска централна банка није одговорна ни националним владама, ни националном парламенту. Тако, нити председник Европске централне банке, а ни остали чланови Извршног одбора, немају обавезу да се појаве пред националним парламентом или његовим одборима. То, наравно, не значи да гувернери земаља чланица не могу да се појаве пред одборима својих националних парламената ради објашњења најважнијих одлука о монетарној политици.

Вођење ефикасне монетарне политике није могуће уколико она није усаглашена са осталим сегментима економске политике. То значи да било какви механизми утврђивања одговорности централне банке нису довољна гаранција да ће функције и задаци бити обављени на одговарајући начин. Због тога је изузетно важно да се обезбеди координација субјеката економске политике. У том смислу, европско законодавство промовише дијалог и сарадњу између субјектата економске политике, предвиђајући формалне контакте ЕЦБ и институција Заједнице. Тако, према Уговору о ЕЗ сарадња између Европског парламента и ЕЦБ углавном се успоставља ради испуњавања задатака Европског система централних банака. Односи европске монетарне власти и Европског парламента обухватају:

<sup>102</sup> Овај уговор може бити промењен једино сагласношћу свих држава чланица.



- Обавезу председника ЕЦБ да представи Годишњи извештај Европском парламенту на пленарној седници. Након представљања Извештаја, парламент усваја резолуцију, која обезбеђује свеобухватну процену активности централне банке и начина вођења монетарне политике;

- Такође, председник ЕЦБ и остали чланови Извршног одбора могу, на захтев Европског парламента или самоиницијативно, бити саслушани од стране надлежних одбора Европског парламента;

- Да би се обезбедила одговарајућа сарадња и размена погледа, председник ЕЦБ и чланови Комитета за економска и монетарна питања дају могућност члановима Европског парламента да постављају питања органима ЕЦБ. Ова питања заједно са одговорима се објављују у Службеном гласнику Европске уније;

- Парламент се консултује о избору председника Европске централне банке, потпредседника и осталих чланова Извршног одбора;

- Сагласност парламента о одлукама о измени Статута и допунском законодавству;

- Парламент је такође укључен у доношење одлука у областима које чине одговорност Европског система централних банака.

Када су у питању односи са другим органима, најизраженија веза је између ЕЦБ и Савета министара. Када се разматрају питања од значаја за монетарну сферу, надлежност има Савет састављен од министара финансија (*ECOFIN*). Према закључку Европског савета, *ECOFIN* савет је центар координације економских политика земаља чланица. Тако се председник ЕЦБ позива да учествује на састанцима Савета министара када се расправља о питањима у вези са циљевима и задацима ЕСЦБ. Ова питања укључују: смернице о економској политици, питања девизног курса и девизне политике, мере реформе финансијског сектора и др. Представник централне банке такође учествује у раду Савета када се разматрају промене у законодавству од значаја за монетарну политику или, пак, измене Статута ЕСЦБ.

Поред тога, на састанку Европског савета у Луксембургу 1997. године одлучено је о успостављању „Еурогрупе“, као неформалног тела - састављеног од министара финансија еуро-земаља и чланова комитета за економска и монетарна питања.<sup>103</sup> Еурогрупа успоставља комуникациони канал на нивоу еуро подручја, сличан неформалним контактима који традиционално постоје између влада и централних банака националних

<sup>103</sup> Више о овом механизму координације види: Scheller K. Hanspeter, *Op. cit.* p.133.

држава. Неформалан карактер Еурогрупе чини могућим отварање дискусије о свим питањима релевантним за еуро подручје.

У остваривању координације са централном банком Европска комисија не стоји по страни. Напротив, она је, такође, укључена у дијалог између ЕЦБ и *ECOFIN* Савета. Комисија има надлежност у питањима која су значајна за ЕМУ. Она укључују:

- Утврђивање препорука у погледу општих смерница о економској политици;

- Надзор над стањем јавних финансија у земаљама чланицама и подношење извештаја Савету министара (*ECOFIN*);

- Припрему извештаја о конвергенцији (најмање два пута годишње), којим се дају информације о томе да ли су земље чланице које су усвојиле евро испуниле критеријуме конвергенције.

Успостављањем координације и „добрих“ односа између носиоца економске политике стварају се услови за вођење конзистентне економске политике. На тај начин би се превазишао системски недостатак вођења јединствене монетарне политике од стране наднационалног тела и осталих сегмената економске политике који су у надлежности држава чланица.

### 3.3. Положај националних централних банака

Улога националних централних банака држава чланица које учествују у еуро зони се не губи са успостављањем и функционисањем Европске централне банке. Према члану 14. (3) Статута, националне централне банке чине саставни део ЕСЦБ и делују у складу са смерницама и упутствима врховне монетарне власти. То значи да правни статус, циљеви, надлежност, инструменти монетарне политике и организација националних централних банака мора бити компатибилна са одредбама Споразума из Маастрихта и одредбама Статута. У монетарном систему ЕУ, националне централне банке представљају оперативно тело и обавезне су да делују у складу са смерницама и упутствима за обављање послова које им, у складу са принципом децентрализације, повери врховна монетарна власт. Поред тога, чл. 12.(1) Статута предвиђа да, у границама адекватних могућности и без утицаја по одредбе овог члана, Европска централна банка може да затражи помоћ од националних централних банака за обављање операција које спадају у њен делокруг. Децентрализовани приступ у извршавању задатака ЕСЦБ значи да, у питањима где је то могуће, националне централне банке буду носиоци конкретних монетарних активности. Принцип децентрализације углавном се односи на коришћење одређених инструмената (нпр. спровођење операција

рефинансирања у Еуросистему), док одлуке о употреби инструмената остају централизоване (нпр. одлучивање о висини каматне стопе која ће се примењивати у овим рефинансирајућим операцијама).

Резидуални карактер националних централних банака проистиче и из члана 14.(4) Статута који предвиђа да националне монетарне институције, поред послова предвиђених овим Статутом, могу да обављају и друге послове. Реч је о пословима који се обављају на сопствену одговорност и ризик националних централних банака и не сматрају се саставним делом функција Европског система централних банака. Другим речима, оне могу остваривати функције које се односе на новац, национално банкарство, кредите, као и друге функције у складу са националним законодавством (питања попут финансијске стабилности и банкарске супервизије, саветовања владе, међународних финансијских односа и сл.) све дотле док обављање ових задатака није у супротности са циљевима и задацима ЕСЦБ.

Активна улога националних централних банака у спровођењу јединствене монетарне политике условљена је чињеницом да се Европска централна банка, као новоуспостављено тело, по природи ствари суочава са бројним ограничењима у остваривању утврђене надлежности (нпр. ограничени персонални ресурси, одсуство искуства и репутације). С друге стране, националне централне банке располажу бројним предностима условљеним детаљним познавањем локалног тржишта, развијеним контактима са финансијским посредницима, постојећом инфраструктуром и др. То је разлог да ЕЦБ, и поред тога што није обавезна да имплементацију одлука повери националним централним банкама, ипак одлучује да се у извршавању одлука ослања на њихово знање и ресурсе.

### III ДЕО

## МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА: ЦИЉЕВИ, СТРАТЕГИЈА И ИНСТРУМЕНТИ

### 1. ВОЂЕЊЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ: ТЕОРИЈСКИ ПРИСТУП

Први корак у конципирању кохерентне стратегије монетарне политике јесте давање одговора на питање шта се може, односно не може очекивати од монетарне политике? У економској теорији могу се разликовати два приступа. По првом, неокласичном приступу (монетаристи), акција монетарне политике на дуги рок не изазива ефекте на реалну економску активност, односно постоји неутралност монетарне политике на дуги рок. У оквиру неокласичне школе, по питању дејства и ефеката монетарне политике, школа рационалних очекивања заузима екстереман став да монетарна политика нема утицаја на реалну економску активност ни на кратак рок, те да једино може утицати на стопу инфлације. Други приступ, који полази од кејнзијанског учења, наглашава да монетарна политика није неутрална, те да се вођењем адекватне монетарне политике може извршити одговарајући утицај на кретање производње и запослености. То значи да ако творци економске политике жеље да смање стопу незапослености они је могу обезбедити „плаћањем цене“ у виду више стопе инфлације. Осим праваца у економској теорији који инсистирају на потпуној неутралности монетарне политике, односно потпуној ненеутралности стоји становиште по коме монетарна политика може имати краткорочне ефекте на реалну привредну активност, при чему се ти ефекти на дуги рок неутралишу. У одговору на питање о неутралности монетарне политике, *S. Fischer* истиче да у економској теорији постоји широка сагласност о непостојању *trade off-a* између инфлације и незапослености на дуги рок, али не и када су у питању краткорочни ефекти монетарне политике<sup>104</sup>

<sup>104</sup> Као разлог да се одбаци став о неутралности монетарне политике на кратак рок *S. Fischer* наводи да су централне банке више пута демонстрирале моћ да изазову рецесију вођењем оштре монетарне политике. Тако да се може констатовати да на кратак рок постоји *trade off* инфлације и реалног друштвеног производа, односно запослености. С друге стране, чак и уколико се не прихвати став да је „инфлација увек и свуда првенствено монетарни феномен“ чини се неспорним да је улога монетарне политике одлучујућа како у стварању тако и у сузбијању инфлације. Наведено према: *S. Fischer, Op. cit.* стр. 269-270.

F. Mishkin наводи три главна аргумента против активистичке монетарне политике: (i) дуга и променљива заостајања у ефектима монетарне политике на реална привредна кретања, (ii) на дуги рок не постоји *trade off* између производње (незапослености) и инфлације и (iii) проблем временске неконзистентности. У овом моделу полази се од претпоставке да је понашање економских актера под утицајем очекивања о будућој економској политици. У моменту доношења одлуке о предузимању акције, субјекти економске политике сматрају да су очекивања дата. Кад је у питању монетарна политика, то значи да, под претпоставком непромењивих (фиксних) очекивања, креатори економске политике могу подстаћи раст производње вођењем монетарне политике која је знатно попустљивија од онога што се очекује. Међутим, економски актери тешко могу бити заварани, они прилагођавају своја очекивања променама у политици, што значи да у случају попустљиве монетарне политике расту њихова инфлациона очекивања, што се одражава код доношења одлука о висини цена и зарада. Као резултат имамо да експанзивна монетарна политика не доводи до раста производње и запослености, већ само до пораста инфлације.<sup>105</sup>

Будући да у макроекономској теорији постоји сагласност да монетарна политика нема дугорочне ефекте на реалну економску активност, у савременим условима од монетарне политике се очекује да обезбеди стабилност цена, док се осталим сегментима економске политике препушта утицај на реалне економске варијабле, а нарочито на раст производње и запослености. Уколико се од монетарне политике очекује да поред стабилности цена обезбеди одговарајући привредни раст и повећање запослености, јавља се проблем конфликтности, услед чега су монетарне власти принуђене да врше избор између различитих циљева чиме се нестабилност још више продубљује. Главни недостаци оваквог приступа тичу се неизвесности у избору правог модела функционисања привреде, дуготрајном заостајању у ефектима примењених мера монетарне политике, тешкоћа у предвиђању кретања егзогених и ендогених варијабли, избора одговарајућих инструмената и сл. Због тога се у економској теорији даје предност решењу које ограничава слободу монетарних власти (*constrained discretion*)<sup>106</sup> у вођењу монетарне

<sup>105</sup> Види опширније, Mishkin S. Frederic, *What Monetary Policy Can and Cannot Do*, in: „Monetary Policy in Transition: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms“, ed. P. Achleitner, Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 1996, стр. 15.

<sup>106</sup> Ово не значи прихватање концепције монетарног правила, којем се може приговорити недостатак веродостојности. Наиме, ретко ко може поверовати да ће се централна банка чврсто придржавати монетарног правила, независно од

политике, тако што се у скали циљева (стабилност цена, привредни раст, пуна запосленост, уравнотежен платни биланс) примат даје стабилности цена. На тај начин, монетарна власт упућује јасан сигнал економским актерима да су квантум новца и кредита ограничени. Утврђивање јасне одговорности централне банке за очување стабилности цена третира се као *conditio sine quo non* веродостојне монетарне политике и успостављања укупне економске стабилности. Теоријске ставове подржавају и емпиријска истраживања која потврђују реципрочну везу између ниске инфлације и реалног пораста нивоа привредне активности.<sup>107</sup>

Уколико у привреди не постоји стабилност цена, односно ако постоји инфлација, друштво се суочава са озбиљним економским и социјалним последицама. Инфлација је штетна по стабилност привреде и раст. Она увећава несигурност у економској активности, доводи до редистрибуције дохотка, како између привредних грана тако и између различитих социјалних група, и угрожава стабилност домаћег валутног система. Мада су ови трошкови неспорно већи у привредама са високом инфлацијом (најчешће је реч о инфлацији која прелази границу од 30%), бројна истраживања показују да су присутни и у условима умерене инфлације. Висока инфлација увећава неизвесност у вези са релативним ценама и будућим нивоом цена, што ремети одлуке потрошача и произвођача и доводи до субоптималних одлука и равнотежа у привреди. Штавише, неизвесност у вези са променама релативних цена, изазваних инфлацијом, скраћује хоризонте планирања и уговора и фаворизује краткорочно у односу на дугорочно инвестирање. Инфлација смањује обим продуктивно ангажованих ресурса, чиме се поткопава будући раст.<sup>108</sup>

околности. За вођење веродостојне политике потребно је ограничавање дискреције монетарних власти утврђивањем јасног циља и одговорности централне банке за његово остваривање.

<sup>107</sup> Становиште да стабилност цена треба да буде доминантан циљ монетарне политике данас је присутно како у индустријски развијеним земљама, тако и у неразвијеним земљама. Искуство високоразвијених земаља показује да висока и нестабилна стопа инфлације доводи до великих флукуација у производњи и запослености у поређењу са периодима ниске и стабилне стопе инфлације. Види опширније: King Mervyn, *Challenges for Monetary Policy: New and Old*, „New Challenges for Monetary Policy“, ed. T. Hoenig, Wyoming, August 26-28, 1999, p. 13.

<sup>108</sup> Mishkin Frederic, *Op. cit.* стр. 19.



## 2. ЦИЉЕВИ И ЗАДАЦИ ЕВРОПСКОГ СИСТЕМА ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА

Уговор о ЕЗ одређује како примарне тако и секундарне циљеве Европског система централних банака. Поред тога, овим актом се јасно одређују и задаци ЕСЦБ, који се уобичајено везују за активности централних банака. Наравно, све док постоје земље чланице ЕУ које нису део монетарне уније - тзв. државе чланице које су предмет „изузећа“ - задаци наведени у чл. 105. Уговора односе се само на чланице Еуросистема, који обухвата Европску централну банку и националне централне банке (НЦБ) држава чланица које су прихватиле евро као заједничку валуту (чл. 112. (2) УоЕЗ).<sup>109</sup> Чл. 2. УоЕЗ одређује да Заједница има за циљ да успостављањем заједничког тржишта, као и економске и монетарне уније, омогући остваривање циљева Заједнице, о којима је већ било речи. Такође, чланом 4. одређује се да активности које доприносе остваривању циљева Заједнице укључују: увођење заједничке валуте, дефинисање и вођење јединствене монетарне и девизне политике које ће обезбедити одржавање стабилности цена и, без последица по тај циљ, подршку општој економској политици у складу са начелима отворене тржишне привреде и слободне конкуренције.

Према члану 122. (3) Уговора, одредбе члана 105. (1) не обавезују земље чланице ЕУ, које имају статус „држава чланица које су предмет изузећа“. Искључење односне државе чланице и њене националне централне банке из права и обавеза у оквиру ЕСЦБ уређено је у глави IX Статута ЕСЦБ. Тако се у чл.41. (1.) наводе бројне одредбе Статута које не производе никаква права, нити намећу неке обавезе према односним државама чланицима. Међутим, у овом члану се не понавља одредба чл.122.(3.) УоЕЗ да државе нечланице монетарне уније не обавезује чл.105. (1), који се односи на основни циљ европског монетарног система. То уводи одређену конфузију будући да УоЕЗ експлиците одређује да се примарни циљ ЕСЦБ не односи на државе нечланице монетарне уније, док одредбе Статута ЕСЦБ-а имплицирају другачије решење. По речима *A. Arda*, овакво решење ствара тешкоће у давању одговора на питање од ког момента националне централне банке имају обавезу остваривања циљева и задатака у складу са европским законодавством: да ли од момента када су државе приступиле Европској унији, или од момента усвајања евра и

<sup>109</sup> Термин "Еуросистем" није укључен у Уговор о оснивању. Израз Еуросистем уводи се од стране ЕЦБ и укључен је у нацрт Уговора о Уставу за Европску унију у чл. I -30 ст.1.

прикључења еуро зони?<sup>110</sup> У одговору на ово питање и Европска комисија и ЕЦБ су заузеле став да стабилност цена треба да буде примарни циљ националних централних банака и да за њих важи од тренутка када државе приступе Европској унији.<sup>111</sup> То, између осталог, говоре и одредбе УоЕЗ, тачније чл.2, који као циљеве Европске заједнице наводи стабилан и неинфлаторан раст. Поред тога, чл.4.(2) УоЕЗ одређује да активности које се предузимају ради остваривања циљева Заједнице обухватају утврђивање и спровођење јединствене монетарне и девизне политике са примарним циљем одржавања стабилности цена. Оба наведена члана односе се и на државе које су се определиле за опцију дерогације, односно на све државе чланице, независно од тога да ли су се определиле за прихватање евра као јединствене валуте.<sup>112</sup>

### 2.1. Стабилност цена - примарни циљ монетарне политике

Уобичајен аргумент у корист давања приоритета стабилности цена је да централна банка која настоји да оствари разноврсне циљеве може, чак и у случају беневољентног централног банкара, пасти у искушење да искористи краткорочни *trade-off* између стопе инфлације и раста производње (запослености). Наиме, уколико економски актери одлуке прилагођавају својим очекивањима у погледу раста цена, посебно, у условима садашње или прошле инфлације, употреба монетарне политике у циљу подстицања раста и запослености на дуги рок не даје очекиване резултате. Уместо тога, вођење овакве монетарне политике води само већој стопи инфлације, што се такође одражава на висину реалне каматне стопе с обзиром на то да укључује и премију ризика која треба да покрије велике осцилације у стопи инфлације. Дугорочна консеквенца је нижи обим капитала и уједно нижи *per capita* доходак. Други аргумент против коришћења монетарне политике као контрацикличног инструмента финог подешавања друштвеног производа (запослености) је да постоји проблем „заостајања“ утицаја монетарне политике на реалне економске варијабле.

Важна макроекономска корист од вођења монетарне политике усмерене ка ниској инфлацији огледа се и у томе што стабилност цена

<sup>110</sup> Види опширније: A.Atila, *Objectives and Tasks of the European System of Central Bank: A Commentary on Article 105 TEC*, in C. Campbell, P. Herzog and G. Zagel, Smit&Herzog on the Law of the European Union (2005, loose-leaf). Available ant SSRN: <http://ssrn.com/abstract=928148>.

<sup>111</sup> Види: *Convergence Report 2004, European Economy Special Reprot*, No 2/2004, European Commission 2005, 26, ECB Convergence Report 2004, p. 26, [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu).

<sup>112</sup> Једино у погледу Велике Британије чл. 2 УЕЗ и чл. 2 Статута ЕСЦБ не важе.

омогућава домаћинствима и предузећима да заснивају своје економске одлуке на поузданим информацијама. Стабилност цена пружа могућност разликовања кретања у релативним ценама од кретања израженог општим индексом цена. То, даље, води ефикасној алокацији ресурса, која на дуги рок доводи до пораста друштвеног богатства. Даља корист од стабилности цена, односно од ниске стопе инфлације је елиминисање тзв. "menu costs", односно трошкова које економски актери имају од сталног прилагођавања својих цена.<sup>113</sup>

Законодавство ЕУ прихвата решење по коме централна банка нема самосталност у утврђивању циљева монетарне политике. У том смислу, УоЕЗ чл. 105. (1) као основни циљ за чију реализацију је одговорна ЕСЦБ наводи очување стабилности цена. То, наравно, не значи да се монетарна политика води потпуно изоловано и без уважавања других циљева економске политике. Напротив, законодавство утврђује обавезу Европског система централних банака да, не занемарујући основни циљ - одржавање стабилних цена - подржава и општу економску политику која се води у Заједници. Штавише, реализација основних и споредних циљева ЕСЦБ доприноси остваривању циљева Заједнице дефинисаних чланом 2. УоЕЗ.<sup>114</sup>

Као важан циљ за чију је реализацију одговорна Европска централна банка у литератури се наводи и очување финансијске стабилности и промовисање финансијске интеграције.<sup>115</sup> Монетарна политика и финансијска стабилност су међусобно повезане док, с друге стране, финансијска тржишта и финансијска инфраструктура имају незаобилазну улогу у трансмисији монетарне политике. Из тих разлога, ова област представља легитимно подручје деловања централне банке.

Према члану 105. (1) основни циљ ЕСЦБ је очување стабилности цена, што подразумева и стабилност вредности евра, као јединствене валуте. Према речима *A. Arda* сам израз „очување стабилности цена“ употребљен да би се означио циљ, за чију реализацију је одговоран

<sup>113</sup> Више о губицима које инфлација производи у привреди и друштву види: Вукадин Емилија, *Економска политика*, Београд, 1999, стр. 171-176.

<sup>114</sup> Према наведеном члану ови циљеви се односе на: остваривање складног, уравнотеженог и трајног привредног развоја, висок степен запослености и социјалне заштите, једнакост између мушкараца и жена, трајан и неинфлаторан раст, висок ниво конкурентности и усклађености економских резултата, висок ниво заштите, као и побољшања квалитета животне средине, подизање нивоа и квалитета живота, привредну и друштвену повезаност и солидарност између држава чланица.

<sup>115</sup> *Ardo Atilla, Op.cit*, стр.8.

европски монетарни систем, сугерише да су творци Уговора претпостављали да је стабилност цена успостављена пре почетка треће фазе у стварању Економске и монетарне уније. (I фаза почела је 1. јула 1990, II фаза почела је 1. јануара 1994. године, а III фаза је почела 1. јула 1998. године). Штавише, Заједница није ни могла да уђе у трећу фазу све док већина држава чланица не испуни предвиђене услове за увођење евра као јединствене валуте. Један од тих услова је био, и још увек је, успостављање стабилности цена.<sup>116</sup> Мада Уговор јасно одређује основни циљ ЕСЦБ он не прецизира шта се тачно подразумева под стабилношћу цена. Уобичајено је да се „стабилност цена“ дефинише као ниска стопа инфлације (2-3% годишње) и изражава растом потрошачких цена.

Европско законодавство даје мандат Европској централној банци да одреди значење „стабилности цена“, као и слободу у избору инструмената и примени стратегије за остваривање њеног примарног циља. Све ове активности ЕЦБ мора предузети без тражења било каквих инструкција од било које институције из Еуро зоне. Ова „независност“ мора бити поштована од стране свих органа. Поставља се питање квантитативног одређивања стабилности цена. Уколико би се сваки раст индекса потрошачких цена третирао као инфлација, ценовна стабилност могла би бити остварена једино ако је стопа инфлације нула. Реч је о дефиницији која полази од одређивања стабилности у апсолутном смислу. Поред тога, постоји и стабилност цена у релативном смислу, где се предвидива и ниска стопа инфлације третира као стабилност цена. По неким ауторима, реч је о стопи инфлације од 2 до 3%, док остали прихватају релативан приступ наглашавајући да одговарајућа стопа инфлације треба увек да буде процењивана у контексту општег економског развоја. Као главни аргументи за прихватање стабилности у релативном смислу наводе се: прво, да апсолутна стабилност не може бити остварена, имајући у виду проблеме прецизног мерења; друго, сваки фиксирани ниво изнад нулте стопе инфлације је арбитраран, зависи од промена „укуса“ и не представља стабилан стандард вредности. Изражавање стабилности цена треба дефинисати у односу на економске услове који карактеришу привреду. Проблем оваквог приступа је у томе што је тешко одредити друштвено оптималну стопу инфлације, будући да се разликују економски интереси различитих група, рада, индустријског капитала и финансијског капитала.

<sup>116</sup> Louis Jean-Victor, *Monetary policy and central banking in the Constitution*, u: L. Amicorum P.Z.Garavelli, „Legal aspects of the European System of central banks“, ECB, 2005, p. 36.

Савет гувернера Европске централне банке на сличан начин дефинише стабилност цена као годишњи раст хармонизованог индекса потрошачких цена (*Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP*) испод 2%. Мада таква дефиниција треба да одреди доњу и горњу границу инфлације, ЕЦБ се опредељује за приступ који подразумева дефинисање горње границе. Коришћење хармонизованих индекса обезбеђује мерење инфлације на компатибилној основи, уз могућност узимања специфичности националних економија.<sup>117</sup> Хармонизовани индекски обухватају скуп различитих индекса израчунатих према усаглашеној методологији и обухватају:

- Укупни (агрегатни) индекс потрошачких цена држава чланица ЕМУ (*The Monetary Union Index of Consumer Prices (MUICP)*) - кључни показатељ стабилности цена за Европску централну банку;

- Индекс потрошачких цена у Европској унији (*The European Index of Consumer Prices -EICP*), који поред еврозоне обухвата и остале државе чланице;

- Индекс потрошачких цена у европском економском простору (*The European Economic Area Index of Consumer Prices (EEAICP)*) - индекс који покрива привреде свих држава чланица, као и Исланд и Норвешку,

- национални индекс потрошачких цена (*HICP*) - за сваку државу чланицу.<sup>118</sup>

## 2.2. Подршка осталим циљевима економске политике

Не занемарујући основни циљ - очување стабилних цена - Европски систем централних банака подржава општу економску политику која се води у Заједници. Код утврђивања ове обавезе наглашава се да је реч о економској политици у Заједници, а не о подршци економске политике Заједнице. То нам јасно говори да Заједница нема надлежност за вођење економске политике, већ да је, за разлику од монетарне политике, то првенствено надлежност држава чланица. У настојању да пружи подршку економској политици која се води, ЕСЦБ примењује четири типа активности који доприносе продубљивању финансијске интеграције и доприносе остваривању осталих циљева економске политике:

<sup>117</sup> Правни основ за успостављање хармонизоване методологије представља Council Regulation EC 249/95.

<sup>118</sup> Националне индексе израђују националне статистичке институције, а агрегатне израђује Еуростат те их објављује једном месечно Види опширније: Faulend Michael et. al, *Критерији Европске уније с посебним нагласком на економске критерије конвергенције -Гдје је Хрватска?*, „Прегледи“, Но.19, 2005, стр. 8-9.

- Активности којима се прати, подстиче и продубљује финансијска интеграција у Европи;

- Делује као катализатор активностима приватног сектора олакшавајући колективну акцију;

- Даје препоруке и мишљења о законодавству у припреми и регулаторним оквирима финансијског система;

- Обавља активности које се иначе везују за централну банку, а којима се још више убрзава финансијска интеграција Европе.<sup>119</sup>

Једно од питања које се налази пред ЕЦБ је како помирити циљ стабилности цена са обавезом да се подржи општа економска политика Заједнице. Одредбе Уговора о ЕЗ (чл. 105. 6) недвосмислено одређују приоритет стабилности цена, при чему субјекти монетарне политике имају обавезу да подрже општу економску политику, али само под условом да се тиме не угрози приоритетни циљ. Одредба чл. 4. (3) УоЕЗ-а одређује као усмеравајућа начела економске и социјалне политике, поред стабилних цена, „здраве јавне финансије и монетарне услове, као и одржив систем плаћања“.

С обзиром на значење овог циља по *M. Herdegen*, обавеза осигурања стабилности цена може се на неки начин сматрати основном нормом, *Grundnorm* или *Raison d'être* укупног поретка Заједнице.<sup>120</sup> Монетарну унију као „заједницу стабилизације“ окарактерисао је и Савезни уставни суд СРНЈ у пресуди познатој као „Мастрихтска пресуда“, у којој се обавеза одржавања стабилности цена квалификује као обавеза од посебне важности за развитак Заједнице. Уговор о ЕЗ у потпуности рефлектује страх од инфлације с обзиром на то да се у чл. 2. одређује да економски раст треба да буде одржив и неинфлаторан. На крају, чл. 104. Уговора обавезује државе чланице да поштују буџетску дисциплину, што доприноси стабилности у монетарној унији, односно предупређује појаву инфлације.

## 2.3. Задаци Европског система централних банака

Уговор о ЕЗ и Статут ЕСЦБ поверавају бројне задатке Европском систему централних банака. При томе, у овим актима се прави разлика између тзв. основних задатака и осталих задатака (на пример емитовање

<sup>119</sup> Наведено према: European Central Bank, *Annual Report*, 2005, p. 125.

<sup>120</sup> Више о монетарној унији као заједници стабилности види: Herdegen J. Matthias, *Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom*, „Common Market Law Review“, No.9, 1998, p.21.



новчаница), као и неких активности (прикупљање и обрада статистичких података) које би се могле окарактерисати као помоћни задаци.

Основни задаци ЕСЦБ одређени чланом 105.(2) односе се на: (i) утврђивање и спровођење монетарне политике Заједнице; (ii) вршење девизних послова у складу са чланом 111. Уговора; (iii) држање и управљање званичним девизним резервама држава чланица; (iv) унапређење несметаног деловања платног промета. Међу задацима о којима одлучује ЕСЦБ није поменут задатак који се односи на емитовање новчаница у Заједници. Уместо тога, према чл. 106. Европска централна банка (Савет гувернера по чл. 16. Статута) се одређује као институција која је једино овлашћена да одобрава емитовање новчаница у Заједници, које представљају законско средство плаћања.<sup>121</sup> На основу такве одлуке, новчанице могу емитовати европска и националне централне банке.

#### а) Вођење монетарне политике

Монетарна политика је искључива надлежност Заједнице. За разлику од циљева монетарне политике, где законодавство ЕУ ограничава дискрецију врховне монетарне власти утврђивањем обавезе очувања стабилности цена, питање утврђивања и вођења монетарне политике је искључива надлежност Европског система централних банака.<sup>122</sup> Уговор о ЕЗ не дефинише шта се подразумева под монетарном политиком. Садржај монетарне политике је ближе одређен у поглављу IV ЕСЦБ Статута (чланови 17-24) и обухвата: кредитне и операције на отвореном тржишту, одређивање стопе обавезне резерве; осигурање ефикасног платног промета; операције са иностранством. Поред тога, Савет гувернера може да донесе одлуку, двотрећинском већином гласова о примени других оперативних метода монетарне контроле. (чл. 20. ЕСЦБ Статута). У настојању да обезбеди примену монетарне политике на једнообразан начин,

<sup>121</sup> За разлику од доношења одлука о емитовању новчаница за коју је једино овлашћена ЕЦБ, стављање новчаница у промет према чл.3 Одлуке ЕЦБ представља искључиву надлежност националних централних банака.

<sup>122</sup> Програм за поступни прелазак монетарне политике у надлежност Заједнице, по М. Herdegen-у, задире снажније у државноправну самосталност држава чланица него у досад пренесене надлежности. Он погађа у језгро националних суверених права. Наведено према: Herdegen J. Matthias, *Еуропско право*, Правни факултет Свеучилиште у Риједи, Ријека, 2003, стр. 257.

ЕСЦБ је прецизније дефинисала монетарне инструменте и поступак спровођења.<sup>123</sup>

Непостојање независности у утврђивању циљева не спутава у потпуности носиоце монетарне политике. Слобода ЕСЦБ да процени шта се подразумева под стабилношћу цена, односно која стопа инфлације се сматра дозвољеном, даје простора за прилагођавање монетарне политике економском стању у Заједници, односно коришћење монетарне политике на начин који ће омогућити превазилажење економских поремећаја у Заједници (висока стопа незапослености, рецесија и сл.). У литератури се, врло често, истиче да независност ЕЦБ уведена Уговором о ЕЗ отежава ефикасну координацију монетарне и фискалне политике.<sup>124</sup> На пример, ако државе чланице не остваре ниво фискалне дисциплине, који би одговарао јединственом валутном подручју у складу са одредбама Уговора, централна банка и поред значајног степена независности, може бити принуђена да преиспита своју монетарну политику и да снижавањем каматне стопе помогне у решавању економских проблема са којима се суочавају земље еурозоне. Наравно, овај простор за дискрецију монетарних власти није без ограничења. Мада Европска централна банка и ЕСЦБ нису „органи Заједнице“, њихова слобода у доношењу одлука је ограничена Уговором, тако да је свака злоупотреба овлашћења предмет судске контроле. Према чл. 230. Уговора, Европски Суд правде контролише законитост аката које заједнички доносе Европски парламент и Савет, аката Савета министара, Комисије или Европске централне банке, осим оних који имају карактер препоруке или мишљења и аката Европског парламента који производе правна дејства на трећа лица. Савет, Комисија или било која држава чланица, може иницирати (подношењем тужбе) поступак који се односе на ненадлежност, повреду битних правила поступка, повреду Уговора или сваког другог правног прописа који се односи на његову примену, или на злоупотребу овлашћења. Према С. Proctor-у,<sup>125</sup> могуће су две ситуације у односу на Европску централну банку:

<sup>123</sup> Guideline ECB, 2000, No7 on Monetary Policy Instruments and Procedures of the Eurosystem, OJ 2000 L 310/1.

<sup>124</sup> С. Proctor, истиче да остваривање овакве координације није лако. Законодавство ЕУ предивиђа искључиву надлежност ЕСЦБ за вођење монетарне политике, док су одлуке о фискалној политици у надлежности држава чланица, уз одговарајућа ограничења која намеће Пакт о стабилности и расту. Наведено према: Proctor Charles, *The Future of the Euro - What Happens if a Member State Leaves?*, „European Business Law Review“, 2006, p. 921.

<sup>125</sup> Proctor Charles, *Ibid*, p. 922.

- Уколико би се утврдило да је ЕЦБ променила своју монетарну политику у настојању да пронађе решење за економске поремећаје са којима се суочава Заједница (на пример у случају економске рецесије), ово одступање могло би се оправдати легитимним вршењем моћи којом врховна монетарна власт располаже. У том случају, ЕЦБ није напустила циљ стабилности цена већ је само променила своја очекивања у светлу постојећих околности;

- Уколико би се, међутим, утврдило да је редефинисање монетарне политике извршено у настојању да се надомести неспособност држава еурозоне да уведу фискалну дисциплину, онда би се могло закључити да се ради о "злоупотреби моћи" предвиђеном чланом 230. Уговора. Европска централна банка је првенствено одговорна за стабилност цена. То значи да и поред тога што постоји могућност да се према околностима стопа инфлације, која се изједначава са стабилношћу цена, повремено прилагоди постојећим околностима то, свакако, не значи да се редефинисањем монетарне политике може помоћи појединим земљама чланицама које нису у стању да испуне своје обавезе у погледу фискалне дисциплине.

#### б) Вршење девизних послова

Други важан задатак ЕСЦБ односи се на вршење девизних послова, у складу са чланом 111. УоЕЗ. Према овом члану, надлежност за политику девизног курса преноси се у потпуности на органе Европске уније. Она укључује овлашћења за:

- Закључивање формалних споразума о систему девизног курса евра према валутама изван Заједнице, односно усвајање, мењање и напуштање средњег курса евра у систему девизних курсева;

- Формулисање општих смерница девизне политике у односу на валуте држава нечланица у условима када не постоји одговарајући систем девизних курсева;

- Доношење одлука о аранжаманима у вези са преговорима и са закључивањем споразума који се односе на питања монетарног и девизног режима између Заједнице и једне или више држава, односно међународних организација;

- Доношење одлука о положају Заједнице на међународном нивоу у вези са питањима од посебног значаја за Економску и монетарну унију, као и о свом представљању.

Уговор о ЕЗ одређује да о свим овим питањима одлучује Савет. Међутим, сама процедура одлучивања подразумева обавезу консултовања

Европске централне банке, а ради постизања консензуса који ће бити у складу са примарним циљем одржавања стабилности цена.

#### в) Девизне резерве

Трећи основни задатак који је поверен ЕСЦБ односи се на држање и управљање девизним резервама држава чланица, које су прихватиле евро у складу са поступком предвиђеним Уговором. Чланом 30. Статута ЕСЦБ предвиђено је да Европској централној банци морају бити пренете девизне резерве. Од ове обавезе била су изузета потраживања која су изражена у валутама држава чланица, европској обрачунској валути - екију, девизној позицији код ММФ и специјалним правима вучења. Према одредбама истог члана, ЕЦБ има пуно право да држи и рукује девизним средствима која су јој прентета, као и да их користи у сврхе предвиђене Статутом.

#### г) Платни промет

Вођење јединствене монетарне политике подразумева систем платног промета који ће омогућити да операције између националних централних банака и кредитних институција буду реализоване правовремено и на сигуран начин, и који ће убрзати обједињавање тржишта новца у еурозони.<sup>126</sup> Такође, ЕСЦБ је дат и задатак да унапреди и обезбеди несметано деловање платног промета у еуро зони. У складу са тим чл. 22 ЕСЦБ Статута прописује да Европска централна банка и националне централне банке држава чланица које су увеле евро могу да одобравају олакшице, а ЕЦБ може да доноси прописе којима обезбеђује ефикасан систем надокнаде и платни систем у оквиру Заједнице и са трећим земљама. Остварујући задатке који су јој поверени, Европска централна банка је увела *TARGET* систем плаћања који представља систем бруто поравнања у реалном времену.

<sup>126</sup> Преамбула 6 Смерница ЕЦБ од 30 децембра 2005 о систему плаћања у еурозони, Recital 6 Guideline of the ECB of 30 December 2005 on a Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system (TARGET), ECB/2005/16, OJ 2006 L 18/1. Таргет систем је највећи систем за велика плаћања у зони евра и један је од најважнијих у свету. Наведено према: Милета Влатко, *Лексикон Еуропске уније*, „Политичка култура“, Загреб, 2003, стр.245.

#### д) Консултативни задаци ЕЦБ

Поред већ поменутих задатака, Уговор о ЕЗ прописује да ће европска монетарна власт бити консултована о сваком предложеном акту из њене надлежности, као и од стране националних органа о сваком нацрту прописа из њене надлежности, али у границама и под условима које утврђује Савет. Поред тога, ЕЦБ може, у оквирима својих надлежности, давати мишљења одговарајућим органима или телима Заједнице, односно одговарајућим националним органима. Остваривањем овог задатка осигурава се да централна банка буде укључена у свим оним питањима која су директно или индиректно њена сфера активности (поље деловања) и, уједно, обезбеђује компатибилност, односно усклађеност прописа Заједнице и националног законодавства са захтевом који се односи на увођење јединствене валуте. Укључивањем централно-банкарске институције у процес доношења аката из њене надлежности, било од стране органа Заједнице или националних органа, унапређује се и квалитет законодавства у Заједници. Поставља се питање да ли је за испуњење овог захтева довољно само подношење захтева за мишљењем ЕЦБ. По аналогији са одлуком Европског суда правде у погледу обавезе консултовања Европског парламента<sup>127</sup> правилно је закључити да обавеза консултовања Европске централне банке о прописима из њене надлежности подразумева да је такво мишљење и заиста дато. Наиме, не би се могло прихватити да је овај захтев испуњен самом чињеницом да је поднет захтев за таквим мишљењем.

#### 2.4. Пруденциона контрола финансијских институција

Дефинисање институционалних оквира за вођење јединствене монетарне политике подразумева одређивање адекватних пруденционих норми и лимита, који чине основу за успостављање оптималног односа између максимизирања профита и очувања солвентности и стабилности финансијског сектора.<sup>128</sup> Супервизијска функција може бити поверена различитим институцијама. Тако, ова улога може бити поверена влади, односно министарству финансија, централној банци или агенцији за

<sup>127</sup> Case 138/79, *Roquette Frères*, 1980, ECR 3333, at 34.

<sup>128</sup> Јачање финансијске стабилности подразумева: 1) развој регулаторних и супервизорских аранжмана који јачају тржишну дисциплину, 2) креирање институционалних оквира и финансијске инфраструктуре неопходне за здрав финансијски сектор и 3) промовисање тржишне дисциплине и ефикасне корпоративне контроле преко финансијских институција.

супервизију банака. Законодавство ЕУ даје ограничена овлашћења Европској централној банци да врши пруденциону контролу.

Према одребама Уговора, ЕЦБ нема оперативне задатке у погледу пруденционе контроле финансијског сектора. Европској централној банци могу бити поверени специфични задаци који су у вези са политикама у области контроле кредитних институција и осталих финансијских организација, изузев осигуравајућих предузећа (чл. 105.(6) Уговора). Такође је предвиђено да ЕЦБ доприноси добром вођењу политика надлежних органа, које се односе на контролу пословања кредитних институција и на стабилност финансијског система. Анализа прописа који уређују обавезу консултовања Европске централне банке о одредбама националног законодавства показује да законодавац није желео да у процедуру доношења прописа који уређују пруденциону контролу укључи ЕЦБ.

На крају, може се закључити да је укљученост Европске централне банке у супервизијске активности ограничена на:

- допринос добром вођењу националних политика које се односе на пруденциону контролу;
- право ЕЦБ да буде консултована о нацрту прописа Заједнице или националних органа, али само у случају одредби којима се битно може угрозити финансијска стабилност;
- могућност обављања специфичних задатака који су у вези са политикама у области контроле кредитних институција и осталих финансијских организација.

Поверавање послова у области супервизије банака, међутим, подразумева једногласну одлуку Савета на предлог Комисије, уз претходно обављене консултације са Европском централном банком и прибављено позитивно мишљење Европског парламента.

### 3. СТРАТЕГИЈА МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Утицај монетарне политике на привредне токове и ниво цена остварује се различитим каналима и то, углавном, на средњи рок. Трансмисиони механизам монетарних процеса представља систем функционално повезаних варијабли, који објашњава међусобне утицаје промене износа понуде новца (новчане масе) и потражње за новцем на немонетарне и реалне варијабле. Наиме, због постојања временског кашњења у деловању предузетих мера монетарне регулације, централне



банке имају ограничену могућност контроле садашње стопе инфлације.<sup>129</sup> Уместо тога, монетарна политика мора бити окренута будућности (*forward looking*) како би се благовремено предузеле мере монетарне политике чији ће ефекти, уз уважавање временског кашњења, доћи у право време. Проблем временске неконзистентности захтева да „права мера монетарне политике буде предузета у право време, у правом смеру и у правој величини да би се постигао жељени резултат“.<sup>130</sup>

Под стратегијом монетарне политике подразумевамо укупност правила на основу којих централна банка одлучује који ће од постојећих инструмената и мера искористити ради остваривања крајњег циља. Свака централна банка усваја одређену стратегију за вођење монетарне политике, при чему се у стратегији опредељује за варијабле које се налазе између инструмената који јој стоје на располагању и циљева које је поставила. Као и друге централне банке, Еуросистем не може директно да утиче на стопу инфлације већ тај утицај остварује дејством на тзв. интермедијарне циљеве, чијим се остварењем обезбеђује постизање дугорочног циља.

### 3.1. Правила насупрот дискрецији

Код формулисања стратегије монетарне политике могућа су два приступа. Први, који подразумева дефинисање стратегије монетарне политике са којом се упознаје јавност, којој је централна банка чврсто привржена и која се испољава као једна врста монетарног правила. Монетарне власти се фокусирају на остваривање одређеног циља и прилагођавају инструменте његовом остваривању. Други приступ подразумева дискрецију монетарних власти, што имплицира подешавање монетарне политике с обзиром на постојеће околности.

У односу на дискрециону монетарну политику стратегија заснована на правилима има предност због тога што има тзв. дисциплинирајући ефекат, повећава предвидивост и кредитбилитет, водећи бољим макроекономским перформансама на средњи рок.<sup>131</sup> На тај начин, обезбеђује се усклађивање очекивања економских субјеката који у том случају рачунају са монетарном политиком чврсто опредељеном да

<sup>129</sup> Види опширније: Ловриновић Иван, Иванов Маријана, *Новац и господарска активност*, „Зборник Економског факултета у Загребу“, година 1, бр. 1, 2003., стр. 30-31.

<sup>130</sup> Бабић Анте, *Циљеви и вјеродостојност монетарне политике, независност и одговорност централне банке*, www.ijf.hr.

<sup>131</sup> European Central Bank, 2001, *Monthly Bulletin*, October, 38, p.25.

успостави и очува стабилности цена. Теоријску основу монетарне политике засноване на правилима чини *Kydland Prescott*-ов приступ временске неконзистентности.<sup>132</sup> Реч је о моделу који разматра интеракцију креатора монетарне политике и приватног сектора (предузећа и становништва) и који је показао да се чак и беневоолентан субјект монетарне политике суочава са јаким подстицајем да одступи од политике усмерене ка остваривању циља прокламованог у периоду ( $t$ ) и на тај начин креира „изненадну“ инфлацију у времену ( $t-1$ ) због преференција ка краткорочној политици. У овом моделу се претпоставља да су агенти рационални, односно да при обликовању својих очекивања предвиђају вероватне потезе носиоца монетарне политике. Економски субјекти настоје да „погоде“ стварну стопу инфлације како би се на време заштитили од будуће инфлације. Ова заштита се, пре свега, односи на одређивање будућих надница, односно цена ресурса које приватни сектор поседује, а које су фиксне унутар једног периода. Очекивања субјеката економске политике да ће неочекиваном инфлацијом изазвати раст производње и запослености бивају изневерена и као резултат имамо субоптималан ниво производа у условима високе инфлације и ниског економског раста.

Главне примедбе оваквој стратегији монетарне политике односе се на претпоставке о капацитету централне банке да контролише кретање макроекономских варијабли. Већина литературе у прилог на правилима засноване монетарне политике претпоставља да централна банка у потпуности контролише стопу инфлације. Друга примедба односи се на битно сужену могућност одговора монетарне политике на случајне догађаје који нису предвиђени правилом.

Дефинисањем стратегије и прихватањем одређеног правила за вођење монетарне политике на неки начин се редукује комплексност реалног економског окружења на неколико или чак један релевантан индикатор који под „нормалним“ околностима води одговарајућем резултату. Прихватањем оваквог правила се, између осталог, олакшава:

- процес доношења одлука у органима који имају велики број чланова, и

- дијалог са јавношћу која настоји да разуме разлоге одлука централне банке о висини каматне стопе, иако није у стању нити је пак вољна да се упушта у комплексну структуру одлучивања. Полазећи од

<sup>132</sup> Више о моделу временске неконзистентности види: Mishkin S. Frederic, *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Београд, 2006, стр. 488-490.

тога, стратегија може повећати транспарентност, а самим тим и кредибилитет монетарне политике.<sup>133</sup>

Режими монетарне политике којима се може постићи стабилност цена као дугорочни циљ, применом дискреционе или на правилима засноване монетарне политике, укључују два различита приступа:

- Одређивање циљне инфлације (*inflation targeting*). Полазећи од крајњег циља стабилности цена, централна банка врши избор одређене стопе инфлације која ће бити реализована у одређеном периоду. Код овог режима, политика се мења на бази бројних интермедијарних варијабли попут: цене финансијских инструмената, инфлационих очекивања, кретања реалног производа, обима кредита, фискалне политике и трошка зарада. Такође се у обзир узима и раст понуде новца, резерви, кретање каматне стопе или девизног курса.

- Други приступ је коришћење интермедијарних циљева као што су: раст појединих монетарних агрегата (*monetary targeting*), резерви, каматне стопе или девизног курса (*exchange rate targeting*). Разлог за усвајање овог режима је дугорочно заостајање између акције и стопе инфлације, па се од посредних циљева очекује да обезбеде много поузданији сигнал о ефектима предузетих мера.

### 3.2. Стратегија монетарне политике ЕЦБ

На почетку функционисања, јануара 1999. године, Европска централна банка је била принуђена да води монетарну политику у потпуно новом и непознатом окружењу. То је, истовремено, значило и да постоји висок степен неизвесности у погледу трансмисионог процеса. Прелазак на заједничку монетарну политику значио је и могућност промене очекивања која су раније била формирана; затим, постојао је и ризик да емпиријски потврђене везе између економских варијабли постану нестабилне. Такве промене посебно су биле очекиване у финансијском сектору, где су ефекти монетарне уније били најизразитији. То је довело до снижавања обима информација које су обично монетарни агрегати пружали субјектима монетарне политике. Осим тога, креирање ЕМУ водило је и новом економском простору за које свеобухватни и хармонизовани статистички подаци нису прикупљани (монетарна кретања, подаци о платном билансу, хармонизовани индекс потрошачких цена и сл.). У

<sup>133</sup> Види опширније: P. Bofinger, *The EMU after three years: Lessons nad challenges*, „Wurzburg Economic Papers“, No 33, May 2002, p. 12.

таквим условима, ЕЦБ је развила потпуно нову стратегију монетарне политике која је названа „стратегија монетарне политике усмерена ка стабилности“ (*stability-oriented monetary policy strategy*).<sup>134</sup>

Монетарна политика усмерена ка стабилности је нова и специфична стратегија која рефлектује јединствене околности и институционално окружење са којима се суочава Еуросистем”.<sup>135</sup> Уместо стратегије која се заснива на једном индикатору, односно аналитичком средству, Европска централна банка се определила за стратегију која се заснивала на два упоришта:

- Прво је представљала референтна вредност монетарног агрегата МЗ, којем Европска централна банка не поверава пресудну улогу у контроли понуде новца, што ову стратегију сврстава у један од лабавијих облика монетарног таргетирања.

- Друго упориште представља од Европске централне банке успостављен индикатор „процена кретања цена“, што овај приступ, по појединим ауторима, сврстава у стратегије које се заснивају на тзв. циљној стопи инфлације.

Према томе, европска монетарна власт је усвојила комбиновану стратегију монетарне политике која је у одређеној мери слична стратегији монетарног таргетирања, али која садржи и поједине елементе таргетирања инфлације. Прихватањем стратегије са два упоришта, створени су услови да Европска централна банка код доношења одлука уважи временски хоризонт у којем монетарна политика остварује утицај на реалне привредне токове.

#### 3.2.1. Референтна вредност монетарног агрегата МЗ

Прихватањем монетарног агрегата као интермедијарног циља, Европска централна банка је јасно манифестовала тежњу да настави са

<sup>134</sup> У условима које карактерише велики број непознаница, свакако први и најважнији корак, по речима O. Issing-a је дефинисање таквог приступа који ће у што је могуће већој мери отклонити опасност од главних грешака у вођењу монетарне политике. Због тога је било неопходно постављање таквих систематских оквира који ће омогућити процену економске ситуације и евентуалних ризика по стабилност цена, као и правовремено доношење одлука. О стратегији монетарне политике Европске централне банке у протеклом периоду види: Issing Otmar, *The ECB and the euro – the first 6 years: Aview from the ECB*, „Journal of Policy Modeling“, No. 27, 2005, p.408-412.

<sup>135</sup> Наведено према: European Central Bank, *The Stability Oriented Monetary Policy of the Eurosystem*, Monthly Bulletin, 1999, January, p.50.

традицијом немачке централне банке. Међутим, за разлику од немачке централне банке, Европска централна банка није одлучила да спроведе чист облик монетарног таргетирања већ се, уместо тога, определила за блажи облик у виду референтне вредности монетарног агрегата МЗ. Овакав приступ смањује тешкоће у одређивању коректне каматне стопе у поређењу са стварном стопом раста МЗ и референтне вредности. Уколико монетарни раст прелази референтну вредност, каматна стопа треба да се повећа и *vice versa*. Међутим, предности коришћења монетарних агрегата могу се реализовати под условом да постоји чврста и поуздана веза између циљне варијабле (стопе инфлације или номиналног дохотка) и монетарног сидра. У случају да постоји нестабилност у брзини оптицаја, и тиме индукована нестабилност тражње за новцем, веза између монетарних агрегата и циљне варијабле је слаба, што указује да стратегија утврђивања циљева у погледу раста монетарних агрегата неће дати очекиване резултате. Пракса је показала да је овај приступ тешко применљив. На пример, искуство Немачке показује да се, и поред стабилности тражње за новцем у овој земљи, годишње програмирање раста монетарних агрегата и у тако стабилном окружењу није одликовало великом прецизношћу. И у случају Европске централне банке, искуство се није много разликовало од искуства Бундесбанке, с обзиром на то да је понуда новца била константно изнад референтне вредности.

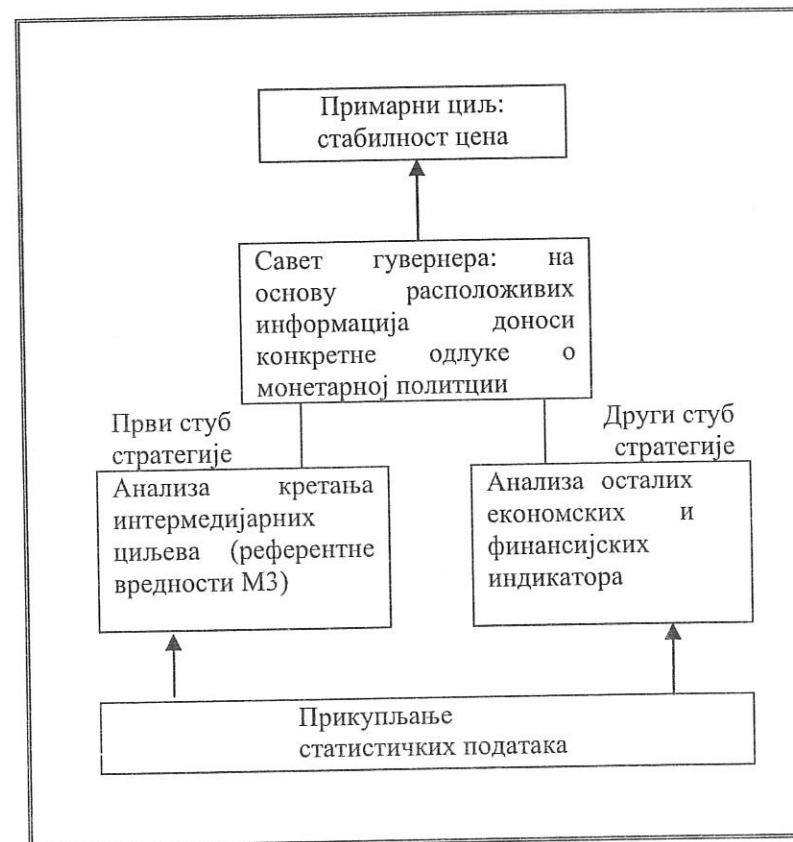
### 3.2.2. Процена кретања цена

Друго упориште стратегије монетарне политике Европске централне банке на први поглед слично је режиму који се заснива на циљној стопи инфлације. Ова интермедијарна вредност односи се на ширу процену кретања цена у будућности, а ради остваривања стабилности цена, дефинисане као повећање индекса цена на мало за мање од 2% у односу на претходну годину. Процена будуће стопе инфлације заснива се на бројним варијаблама које представљају индикаторе о будућем кретању цена, и то:

- зараде;
- девизни курс;
- цене обвезница и висина приноса;
- различите показатеље реалне активности;
- индикаторе фискалне политике;
- индекс цена и трошкова;
- пословне и потрошачке прегледе кретања цена.

Слика бр.2.

### ШЕМАТСКИ ПРИКАЗ СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ ЕЦБ



Мада је несумњиво важно да централна банка анализира кретање сваке од ових варијабли, поставља се питање да ли се овакав приступ може окарактерисати као стратегија. Као што то *P. Bofinger*, с правом примећује, од стратегије и интермедијарног циља се очекује да на неки начин поједностави поступак доношења одлука, а набрајање бројних варијабли, само по себи, води стању које се не разликује много од ситуације без било какве стратегије.<sup>136</sup> Нејасност стратегије Европске

<sup>136</sup> Bofinger Peter, *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press, 2001, str.304-305.



централне банке је и разлог бројних критика оваквог приступа. Иако циљни раст цена у распону од 0-2% годишње делује као таргетирање инфлације, ЕЦБ није подржала такво тумачење - она је упорно понављала да не примењује стратегију таргетирања инфлације. Овакав приступ који је, с једне стране, умањио значај монетарних агрегата (коришћењем израза референтна вредност), а с друге стране, одбијао да примени таргетирање инфлације води закључку да је ЕЦБ хтела да искористи предности оба приступа, а да се истовремено не посвети превише ни стратегији монетарног таргетирања ни стратегији таргетирања инфлације. Као резултат имамо стање које говори у прилог одсуства било какве стратегије.<sup>137</sup>

#### 4. ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Основни принципи добре монетарне политике су: стабилност цена као примарни циљ и превазилажење проблема временске неконзистентности монетарне политике, планирање акција монетарне политике унапред, одговорност централне банке за политику коју води и координација монетарне и фискалне политике. Поред тога, успешна монетарна политика подразумева избор адекватног номиналног сидра (коришћење девизног курса, монетарних агрегата, стопе инфлације), као и утврђивање стопе раста кредита централне банке, конзистентне са очувањем номиналног сидра, уз детерминисање модалитета за дистрибуцију кредита централне банке финансијском сектору. У спровођењу монетарне политике централна банка може деловати на два начина: директно, коришћењем своје регулаторне моћи или индиректно, вршећи утицај на новчане токове, каматне стопе и кредитну активност банака преко утицаја на ниво ликвидности банака и других финансијских институција. У теорији, постоји широка сагласност да у условима које карактерише развијено финансијско тржиште, индиректни, тржишно оријентисани инструменти монетарне контроле треба да имају предност у односу на директне. Главна предност индиректног монетарног регулисања лежи у томе што остављају простор да тржиште врши алокацију кредита. На тај начин, ови инструменти омогућавају ефикасну алокацију финансијских ресурса.

Инструменти монетарне политике треба да испуне следеће захтеве:

<sup>137</sup> Види опширније: F. Mishkin, *Op.cit.*, стр.498.

- Оперативну ефикасност, што значи да се ефекти одлука монетарне политике брзо и прецизно преносе на краткорочну каматну стопу;

- Једнак третман финансијских институција, независно од њихове величине и места њиховог седишта у еуропростору;

- Децентрализовани начин спровођења операција монетарне политике преко националних централних банака;

- И најзад, инструменти треба да испуњавају критеријуме у погледу једноставности, транспарентности, континуитета у примени, сигурности и ниских трошкова примене.<sup>138</sup> Захтев у погледу једноставности и транспарентности обезбеђује да се интенције које се налазе у позадини монетарних акција препознају у јавности. Најава одређене монетарне политике биће кредибилна уколико су очекивања јавности о будућој монетарној политици у складу са најављеном политиком.<sup>139</sup> Спровођење принципа континуитета у примени предупредује честе промене монетарнополитичког инструментарија и процедуре примене. На тај начин, применом истих инструмената у дужем временском периоду увећава се корист од акумулираног искуства, како централне банке тако и других учесника у монетарним операцијама. Принцип сигурности захтева да финансијски и оперативни ризик у активностима Еуросистема буде сведен на минимум. Штавише, сви пласмани кредитним институцијама према чл. 18. Статута могу се вршити само уз одговарајуће средство обезбеђења. И најзад, последње начело се односи на ниске трошкове примене инструмената, што значи свођење на минимум оперативних трошкова, како за Еуросистем тако и за другог учесника трансакције.

Инструментима монетарне политике централна банка првенствено делује преко новчаног тржишта. Ради се о концепту посредне контроле ликвидности макросистема који централна банка остварује путем инструмената који делују на кретања каматне стопе на новчаном тржишту.<sup>140</sup> У складу са својом стратегијом монетарне политике, Европска централна банка управља краткорочном каматном стопом на тржишту новца чиме шаље сигнал о смерницама монетарне политике и утиче на стање ликвидности.

<sup>138</sup> Наведено према: Scheller К.Н, *Op.cit.*, стр.87.

<sup>139</sup> Више о улози кредибилитета у вођењу монетарне политике види: Јакшић Миомир, *Централна банка и монетарна обавеза*, „Економски анали“, бр. 160, јануар, 2004, стр. 97-98.

<sup>140</sup> Ћировић Милутин, *Девизни курсеви*, Београд, 2000, стр. 140-142.

Еуросистем настоји да оствари примарни циљ иступањем на међубанкарском новчаном тржишту. Коришћењем инструмената монетарне политике, Европска централна банка утиче на ниво ликвидности и каматну стопу с обзиром на то да банкарски систем у еуропростору умногоме зависи од понуде примарног новца. Европски финансијски систем је систем заснован на банкама, што значи и већу зависност финансијског система од централне банке, посебно имајући у виду привилеговану позицију централнобанкарске институције у емисији новца, као и обавезу банака да држе обавезне резерве на рачунима централних банака Еуросистема. Оваква позиција даје могућност централној банци да користи тржиште новца као кључно место на коме се остварује контрола понуде новца, односно на коме се испољава трансмисија монетарне политике.

Као што пропушта да одреди шта се подразумева под стабилношћу цена, и тиме оставља слободу европској монетарној власти, Уговор о ЕЗ исто тако оставља слободу субјектима монетарне политике да одлуче о инструментима које ће користити.<sup>141</sup> Статут ЕЦБ (чл.18) одређује да ради остваривања циљева и задатака ЕСЦБ, Европска централна банка и националне централне банке могу као инструменте користити:

- Операције на отвореном тржишту, под којима се подразумева интервенција на финансијском тржишту директном куповином и продајом (промтно или на термин) или, у складу са споразумом о накнадном откупу, одобравањем или узимањем на зајам потраживања и утуживих инструмената, било у комунитарној валути или валути земље нечланице, као и племенитих метала.

- Кредити за ликвидност, који обухватају кредитне операције са кредитним институцијама и другим учесницима на тржишту, уз одговарајућа средства обезбеђења;

- Обавезне резерве. ЕЦБ је овлашћена да кредитним институцијама држава чланица наложи држање обавезних минималних резерви, у складу са циљевима монетарне политике.

- Остали инструменти монетарне политике. Чланом 20. Статута предвиђено је да Савет гувернера може да донесе одлуку, двотрећинском већином гласова, о примени других оперативних метода монетарне контроле, који су погодни за реализацију утврђених циљева.

<sup>141</sup> Више о инструментима монетарне политике које користи Европска централна банка види: Issing Otmar, *The ECB and Euro: The First Five Years*, The Institute of Economic Affairs, 2004, p.53-57.

#### 4.1.Операције на отвореном тржишту

Операције на отвореном тржишту су главни канал стварања новца и инструмент монетарне политике у тржишним привредама. Применом овог инструмента, централна банка купује и продаје хартије од вредности са кратким роком доспелости, а у циљу емитовања (куповина) или повлачења (продаја) новца из оптицаја. У смерницама Европске централне банке о инструментима монетарне политике и поступку њихове примене<sup>142</sup> истиче се да операције на отвореном тржишту имају важну улогу у монетарној политици Еуросистема. Применом ових инструмената утиче се на ниво каматне стопе, управља ликвидношћу финансијских институција и, истовремено, шаље сигнал о позицији монетарне политике у еурозони. Мада се све одлуке у погледу операција на отвореном тржишту доносе на релацији Савет гувернера - Извршни одбор, сама операционализација овог инструмента врши се на децентрализован начин од стране националних централних банака. Друга страна у овим отвореним тржишним операцијама су кредитне институције у еурозони.

Најважнији облик операција на отвореном тржишту чине главне операције рефинансирања и највише се користе у усмеравању кретања финансијског тржишта. Поред тога, оне се могу јавити и у облику дугорочних операција рефинансирања, операција финог прилагођавања и структурних операција. Продаја и куповина хартија од вредности ради утицаја на монетарне токове најчешће се остварује применом оперативних инструмената у виду повратних трансакција (*reverse transaction*) и директних куповина и продаја хартија од вредности (*outright transaction*). Споразуми о рекуповини подразумевају продају и поновну куповину хартија од вредности на тачно уговорени датум, по унапред договореној цени. Репо трансакције могу да се јаве у једном од следећих облика:

- куповина хартија од вредности према споразуму о реоткупу (*repurchase agreement*) и продаја хартија од вредности уз обавезу поновног откупа (тзв. обрнути РЕПО);<sup>143</sup>

<sup>142</sup> Guideline of the European central bank of 31 August 2006 amending Guideline ECB/2000/7 on Monetary Policy Instruments and Procedures of the Eurosystem, Official Journal of the European Union L 352/1.

<sup>143</sup> У литератури се истиче да репо трансакције могу попримити облик продаје и поновне куповине. Овај облик сматра се претходником класичних репо-трансакција и састоји се од продаје хартија од вредности и њихове поновне куповине али без оквирног уговора који обухвата обе трансакције. (Види опширније: Јелић Маријана, *Уговор о реоткупу (repo posao)*, „Финансијска пракса“, бр.4/2000, стр.432.

- трансакција које обухватају пренос одређених вредносних папира у замену за друге вредносне папире (који служе као осигурање) и обрнуто, уз наплату трошкова позајмљивања вредносних папира.

Репо послови представљају флексибилан инструмент којим централне банке утичу на ликвидност (*liquidity management*), односно надзиру количину новца у оптицају. Кључна предност централно-банкарских репо послова као инструмената монетарне политике је да захтевају постојање минималне количине резерви.<sup>144</sup> Разлика између куповне цене и цене по којој се врши откуп у споразумима о реоткупу одговара камати на износ позајмљеног новца за уговорени временски период. Другим речима, цена повратне куповине укључује одговарајућу камату која мора да буде плаћена. С друге стране, каматна стопа на повратне трансакције у форми колатеризованих зајмова је детерминисана посебном каматном стопом на износ кредита за време трајања операције.

а) **Главне операције рефинансирања** - Основне одлике овог облика рефинансирајућих операција су:

- рефинансирајућим операцијама се утиче на ниво ликвидности; Операције се изводе сваке недеље,<sup>145</sup> са роком доспелости од једне недеље; При томе, ЕЦБ одређује укупан квантум примарног новца који се емитује код сукцесивних недељних операција рефинансирања.

- спроводе се на децентрализован начин од стране националних централних банака;

- спровођење аукција се остварује применом типа стандардне понуде.

- у овим трансакцијама могу бити укључене све комерцијалне банке у евро зони које испуњавају критеријум подобности за учешће у овој операцији;

- утрживи али и неутрживи финансијски инструменти су погодни да се користе код ових рефинансирајућих операција.

- организују се у виду аукције са фиксном ценом. Европска централна банка код репо и повратних репо активности унапред одређује (фиксира) репо стопу код сваке сукцесивне операције рефинансирања и, на тај начин, одређује висину каматне стопе на новчаном тржишту.

Недељне трансакције рефинансирања (недељне рефи трансакције) представљају главни оперативни инструмент монетарне политике. Оне изазивају непосредне монетарне ефекте будући да промене у понуди новца

<sup>144</sup> М. Јелић, *Ibid.* стр.435.

<sup>145</sup> Овај облик рефинансирања, укључујући и дугорочне рефинансирајуће операције, реализује се по унапред објављеном календару тендера.

доведе до одговарајућег утицаја на функционисање привреде. С друге стране, преко краткорочних каматних стопа репо трансакције утичу на функционисање микроекономских структура.

б) **Дугорочне операције рефинансирања** представљају секундарни инструмент монетарне политике. Реч је о месечним трансакцијама које имају рок доспелости од три месеца, а циљ им је да обезбеде извор додатне дугорочне ликвидности финансијског сектора. За разлику од главних операција рефинансирања, оне не сигнализирају нове смернице монетарне политике. Ове операције у пракси Европске централне банке представљају само мали део укупног волумена ликвидности које ставља на располагање финансијском сектору. Најчешће се организују повремено и у облику аукција са варијабилном ценом. За разлику од главних рефинансирајућих операција, дугорочне операције обично се одвијају једном месечно и уобичајено доспевају у року од три месеца.

в) **Операције финог прилагођавања**. Реч је о посебном облику операција на отвореном тржишту које се предузимају у циљу ублажавања и спречавања изненадних осцилација каматних стопа и напетости на финансијском тржишту. Оне се сврставају у групу операција које пружају могућност брзе интервенције у случају неочекиваних поремећаја на тржишту, уз значајан степен флексибилности у погледу процедуре примене инструмената. Основне карактеристике операција финог подешавања су:

- Могу попримити облик обезбеђивања или апсорбовања вишка ликвидности финансијског сектора;

- Учесталост њихове примене и рокови доспелости нису стандардизовани. Операције финог прилагођавања, које имају за циљ повећање нивоа ликвидности, уобичајено се извршавају методом брзе понуде (*quick tenders* - аукције са кратким роком пријаве), мада постоји и могућност њихове реализације билатералним договором. С друге стране, операције које имају за циљ апсорбовање вишка ликвидности се, по правилу, заснивају на билатералним договорима.

- Операције се, по правилу, извршавају на децентрализован начин од стране националних централних банака. Савет гувернера ЕЦБ одлучује да ли ће и под којим условима операције финог подешавања бити извршене.

- Примена овог оперативног инструмента може се ограничити само на учеснике који, поред општих критеријума, испуњавају и додатне критеријуме постављене од стране Еуросистема.



За вођење операција финог подешавања Европској централној банци стоји на располагању директна куповина и продаја хартија од вредности без обавезе повратне трансакције. Предмет ових трансакција могу бити само утрживи финансијски инструменти: емитовање дуговних финансијских инструмената (*debt certificates*) и девизних свопова као типа операције која се састоји од продаје девиза на промптном тржишту и истовременог откупа на термин.

г) Структурне операције. Предузимају се у околностима када Европска централна банка настоји да прилагоди структурну позицију *vis-a-vis* финансијског сектора. Као механизам којим се утиче на обезбеђивање ликвидности примењује се директна (коначна) куповина и продаја хартија од вредности. Време коришћења ових инструмената, као и рок доспелости, нису *a priori* стандардизовани. Као и код претходних облика, и ове операције се одвијају коришћењем метода стандардних аукција и на децентрализован начин.

#### 4.2. Кредитирање од стране ЕЦБ

Примена овог инструмента остварује се путем краткорочних (преконоћних) кредита, уз унапред одређену каматну стопу. Реч је о кредитима који обезбеђују и апсорбују ликвидност на врло кратак рок. Механизам примене овог инструмента одвија се на следећи начин: уколико банка заврши радни дан са минусом на рачуну код ЕСЦБ платни систем је одмах региструје, а европски монетарни систем је третира као тражитеља кредита, при чему се одобрени кредит враћа сутрадан.

Национална централна банка може повећавати ликвидност коришћењем граничних кредита у форми преконоћних споразума о рекуповини (хартија од вредности се преноси повериоцу, уз обавезу дужника да поново откупи ту исту хартију од вредности), или у форми преконоћних колатералних зајмова, при чему су хартије од вредности у функцији обезбеђења потраживања повериоца. Институције које испуњавају општи критеријум подобности могу да користе граничне кредите преко националних централних банака у државама чланицама у којима се налази седиште институција. Овај инструмент се појављује у два облика, зависно од тога да ли банке желе приступ преконоћним изворима ликвидности (*lending facilities*), или вишкове ликвидности које имају депонују код централне банке (*deposit facilities*). Европска централна банка је спремна да узме вишак ликвидности од банака, као и да по вишој каматној стопи осигура ликвидност кредитним институцијама. Каматна стопа на преконоћне кредите је, по правилу, битно виша у односу на

одговарајућу каматну стопу. Због тога, банке користе ове кредите само у крајњој нужди. С друге стране, пласмани депозита омогућују банкама да вишак ликвидности пласирају код централне банке по унапред одређеној каматној стопи. Каматна стопа на ове преконоћне депозите уобичајено је знатно нижа у односу на одговарајућу каматну стопу. То нам говори да банке користе овај начин пласмана вишка ликвидности само ако своје фондове не могу да користе на други начин. Подстицај банака да користе могућност узимања кредита од централне банке је значајно редукована висином каматне стопе, што значи да се користи само ради обезбеђења и апсорбовања ликвидности у изузетним околностима.

#### 4.3. Обавезне резерве

Одређивање стопе обавезних резерви користи се у монетарним системима развијених тржишних привреда као коректив операцијама на отвореном тржишту. Реч је о инструменту дефанзивног карактера, којим централна банка утиче на обим вишкова или дефицита слободних резерви банака. Европско законодавство овлашћује Европску централну банку да кредитним институцијама држава чланица наложи држање минималних резерви, у складу са циљевима монетарне политике. Минималне резерве ликвидности, односно обавезне резерве, обрачунавају се на просечан износ депозита на рачунима депозитних институција у протеклих 30 дана и налазе се на рачуну такође 30 дана. На те издвојене обавезне резерве централна банка плаћа камату. Обавезне резерве имају два циља: стабилизовање каматне стопе на тржишту новца и креирање или проширење структурних мањкова ликвидности. База за обрачун обавезних резерви укључује преконоћне депозите, депозите и хартије од вредности са роком доспелости до 2 године и инструменте новчаног тржишта са роком доспелости до 1 године. Систем минималних резерви омогућава банкама ефикасније управљање ликвидношћу с обзиром на то да се дефицит једног дана може покрити суфицитом неког другог дана у току обрачунског периода.

Правни основ за примену овог инструмента чини чл. 19. Статута ЕСЦБ, затим Уредба Савета из 1998. године о примени инструмента обавезних резерви од стране ЕЦБ, као и Уредба Европске централне банке о примени обавезне резерве из 2003. године.<sup>146</sup> Овим актима је обезбеђено да време и услови примене инструмента минималних резерви буду

<sup>146</sup> Council Regulation (EC) No 2531/98 of 23. novembra 1998, OJ L 318, p.1. i ECB Regulation No 1745/2003, 02. oktobra, 2003, OJ L 250, p.10.

једнообразно примењивани у целом еуро подручју.

Систем обавезних резерви у Еуросистему примарно има за задатак да обезбеди стабилизовање каматне стопе на тржишту новца. Инструмент обавезне резерве заједно са аукцијама Еуросистема чини аутоматски стабилизатор каматних стопа и прецизан трансмисијски механизам монетарне политике. Примена овог инструмента доприноси стабилизовању каматне стопе на тржишту новцу јер путем обавезне резерве банкарске институције могу да компензују ефекте привремених флукуација ликвидности.

#### 4.4. Екстерне операције

Екстерне операције Европског система централних банака уређене су чланом 23. Статута. У складу са овим чланом, европска и националне централне банке могу да:

- успоставе односе са централним банакама и финансијским институцијама трећих земаља и, у случају потребе, са међународним организацијама;

- купују и продају, хитно и на термин, све категорије девизне активе и племенитих метала.

- управљају иностраном активом којом располажу;

- обављају све врсте банкарских послова са трећим земљама и међународним организацијама, укључујући и операције одобравања и узимања зајмова.

Свакако најважнији облик девизног пословања Еуросистема је интервенција на девизном тржишту. Ова врста интервенције се остварује коришћењем девизних резерви којима располаже Европска централна банка. Према законодавству девизна политика представља подељену надлежност европске монетарне институције и влада земаља чланица. Према члану 111. (1.). Савет министара може, на основу једногласне одлуке, закључивати формалне споразуме о систему девизног курса према валутама изван Заједнице. У случају изостанка оваквог девизног система, Савет може, одлуком донетом квалификованом већином, формулисати опште смернице за девизну политику.

Наравно, ове мере могу се примењивати у складу са примарним циљем који се односи на очување стабилности цена. Блиска веза између монетарне и девизне политике говори у прилог надлежности Европске централне банке за вођење девизне политике. Члан 111. Уговора одговорност за вођење девизне политике препушта Савету министара. Савет, међутим, није у потпуности слободан у вршењу својих

надлежности. Штавише, поменути члан код ових питања прописује блиску сарадњу са Европском централном банком у свим питањима која се односе на девизни курс.

#### IV ДЕО

### ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА У ЕВРОПСКОЈ МОНЕТАРНОЈ УНИЈИ

#### 1. КООРДИНАЦИЈА МОНЕТАРНЕ И ФИСКАЛНЕ ПОЛИТИКЕ У ЕМУ

Вођење јединствене монетарне политике и њена ефикасност, првенствено, зависи од подршке фискалне политике. Успостављање и очување стабилности цена директно је условљено стањем у јавним финансијама. Идеално решење подразумева да надлежност за вођење монетарне и фискалне политике буде пренета на наднационална тела. Специфичност Европске монетарне уније је у томе што се комбинује заједничка монетарна политика са сувереношћу националних држава у вођењу фискалне политике. Због политичких и конститутивних ограничења која прате овај облик интеграције, фискални систем ЕУ је недовољно развијен и највећим делом препуштен државама чланицама. У таквим условима, било је неопходно изградити фискалне односе који би омогућили да:

- земље чланице ЕУ задрже висок степен политичке и конститутивне независности;
- „супра-национални“ или конфедерални ниво власти има само оне надлежности које су јој земље чланице доделиле;
- фискална правила утврђена на наднационалном нивоу не буду у сукобу са правилима на националном нивоу;
- унутар конфедерације (Европске уније) функционише монетарна унија.<sup>147</sup>

Полазећи од ових ограничења, разумљиво је што фискални систем ЕУ одликује сиромашна структура. Структура фискалног система ЕУ данас се састоји из три сегмента, при чему буџет ЕУ представља једини инструмент спровођења фискалне политике на наднационалном нивоу. Остали сегменти европског фискалног система обухватају скуп правила и договора преко којих земље чланице хармонизују и координирају остале сегменте фискалне политике.<sup>148</sup> Други сегмент фискалног система ЕУ односи се на усклађивање пореских система. Иако државама чланицама

<sup>147</sup> Mihaljek, D, *Theory and Practice of Confederate Finances* u: P. B. Sorensen (ed), „Public Finance in a Changing World“, Palgrave Macmillan, p. 208.

<sup>148</sup> Гргић Мато et. al, *Финансијска либерализација, монетарна и фискална политика Европске уније*, „Серија члапака у настајању“, Загреб, No14/2006, стр.13.



припада надлежност уређивања пореског система, њихов суверенитет у овој области је ограничен будући да ЕУ својим упутствима и другим правним прописима утиче на решења садржана у фискалном систему. И на крају, трећи сегмент односи се на вођење фискалне политике, односно на координацију увођењем одговарајућих фискалних правила. Ова фискална правила односе се на критеријуме дефинисане Уговором из Мастрихта и Пактом о стабилности и расту. Реч је о сегменту фискалног система који има највећи утицај на остваривање циљева монетарне уније.

У монетарној унији, када не постоји могућност аутономне монетарне политике и коришћења девизне политике, фискална политика представља главно упориште националне економске политике у обезбеђивању макроекономске стабилности. На комунитарном нивоу, здраве јавне финансије су од одлучујуће важности за успешност монетарне политике и очување стабилности цена.

### 1.1. Аргументи у корист координације

У економској теорији истичу се различити аргументи због којих је неопходно да у монетарној унији буду дефинисани одговарајући механизми координације монетарне и фискалне политике.<sup>149</sup> Наиме, остваривање примарног циља јединствене монетарне политике (очување стабилности цена), је несразмено теже уколико није подржано дисциплинованом економском и фискалном политиком. Добри фискални резултати су неопходни уколико се жели да дугорочна каматна стопа, која је кључна за инвестиције и економски раст, буде ниска.

Искуство многих земаља показује да постојање великих фискалних дефицита и јавног дуга неизбежно доводи до повећања притиска извршне власти према врховној монетарној институцији да држи есконтну стопу ниском или чак у изузетним случајевима да директно финансира фискални дефицит. Уколико централна банка није у стању да се одупре овим притисцима последица је нарушавање стабилности цена. Наиме, држава са високим буџетским дефицитом и/или уделом јавног дуга у БДП-у, по природи ствари је склона вишој стопи инфлације будући да се на тај начин олакшава финансирање дефицита и/или смањује терет отплате јавног дуга. Због тога је неопходно да се ради одржавања стабилности цена и праведне расподеле користи и трошкова монетарне уније дефинишу одговарајући

<sup>149</sup> Tanzi Vito, *The Stability and Growth Pact: Its Role and Future*, „Cato Journal“, Vol. 24, No 1-2 Spring/Summer, 2004, p. 57-58.

критеријуми који ће обезбедити да свака држава чланица води здраву фискалну политику.<sup>150</sup>

Монетарна унија подразумева и јединствено финансијско тржиште. То, истовремено, значи да земље са високим фискалним дефицитом и јавним дугом могу знатно лакше доћи до средстава која су им потешна за финансирање дефицита, односно дуга. На јединственом финансијском тржишту, земљама које се суочавају са тешкоћама у јавним финансијама стоји на располагању штедња других земаља, што доводи до раста каматне стопе (реалне) не само у земљи са фискалном неравнотежом већ и у свим другим земљама. Фискална недисциплина у једној земљи доводи до негативних екстерналија за друге земље.

И, на крају, на дуги рок, стабилност евра као међународне валуте била би угрожена будући да фискална политика појединих земаља није одржива. С друге стране, губљење улоге међународне валуте довело би до смањења емисионе добити земаља чланица и, поред тога, утицало на задржавање високе каматне стопе.

### 1.2. Потреба дефинисања фискалног правила

Сви ови разлози упућују на закључак да је неопходна одговарајућа контрола и координација фискалне и монетарне политике. Поставља се, међутим, питање начина обезбеђивања фискалне контроле и координације у условима када институционална решења препуштају контролу над јавним финансијама државама чланицама. У решавању овог питања могућа су два приступа.

Први приступ полази од тога да координацију треба препустити тржишту. У основи оваквог приступа је веровање да ће тржишна дисциплина, сама по себи, бити довољно моћна да обезбеди фискалну дисциплину и неопходан степен фискалне координације у монетарној унији. Другим речима, ако тржиште капитала у монетарној унији ефикасно функционише оно ће на проблем са финансирањем дефицита у конкретној држави реаговати повећањем каматне стопе. То значи да тржиште везује премију ризика за дуг државе са фискалним проблемима. Остале земље, чланице монетарне уније, неће бити погођене растом каматне стопе, будући да је ризик инхерентан државним обвезницама које емитују нижи од ризика који је укључен приликом куповине обвезница

<sup>150</sup> Ови фискални критеријуми заснивају се на начелима одрживе фискалне политике, а то је она која неће повећавати ризик инфлације у будућности. Види опширније: Фауленд М, et.al, *Op.cit.*, стр. 9-10.

државе са прекомерним јавним дефицитом.<sup>151</sup> Опасност да ће земље са фискалним проблемима да се суоче са променама у кредитном рангирању, по овом приступу биће довољан подстицај субјектима економске политике да предузму мере неопходне за успостављање фискалне дисциплине. То, међутим, претпоставља висок степен одговорног понашања субјектата, али и њихов капацитет да изврше неопходне промене у политици. Међутим, у пракси се показала ограниченост оваквог приступа будући да постојање прекомерних дефицита не доводи до великих промена у каматној стопи, што значи да те промене и нису довољне да изазову одговарајуће промене у фискалној политици.

Друга опција односи се на постављање одговарајућег фискалног правила које има за циљ да ограничи фискалну политику. Фискална правила представљају специфична ограничења мера политике владе у областима уравнотежења буџета, јавног дуга, потрошње или опорезивања. Правила политике или смернице које немају законску снагу не сматрају се фискалним правилима у најужем смислу речи, с обзиром на то да нису обавезујућа ограничења за садашњу или будућу владу, иако могу утицати на одлуке тих влада.<sup>152</sup>

Са становишта вођења стабилизационе политике поставља се питање да ли је бољи концепт који се заснива на дискрецији или унапред дефинисаном правилу? И друго, ако се прихвати приступ заснован на правилима, које правило треба користити?<sup>153</sup> Код постављања фискалних правила полази се од претпоставке да су владе неспособне да воде дисциплиновану фискалну политику и да због тога треба ограничити дискрецију субјектата економске политике. Да би била делотворна, фискална правила треба да буду трајна и дефинисана на основу фискалних показатеља које је лако пратити и чија се примена не може избећи. С друге стране, треба отклонити опасност да се поставе сувише рестриктивна правила, која у потпуности ограничавају флексибилност у вођењу фискалне политике.

<sup>151</sup> Види опширније: Grauwe de Paul, *Op.cit.*, стр. 337.

<sup>152</sup> Михаљек Дубравко и Тиссот Бруно, *Поглед средишњих банака на фискалне позиције у новим тржишним привредама*, „Финанцијска теорија и пракса“, 27, 2003, стр. 366.

<sup>153</sup> Haber G. and McKibbin W, *Global Implications of Monetary and Fiscal Policy Rules in the EMU*, „Open Economies Review“, No 13, 2002, p. 364.

## 2. ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИРИ ВОЂЕЊА ФИСКАЛНЕ ПОЛИТИКЕ У ЕМУ

Обликовање Европске монетарне уније је чињеница која представља прекретницу у систему усклађивања економских политика у Европској унији, зато што увођење јединствене валуте и пренос надлежности за вођење монетарне политике на наднационалну институцију - Европску централну банку - неизбежно значи веће непосредне и посредне ефекте преливања учинака економских политика земаља чланица, што у први план истиче потребу њиховог тесног усклађивања, посебно на фискалном подручју.

По бројним ауторима, учинци преливања највећи су управо код мера фискалне политике.<sup>154</sup> Фискалне тешкоће једне државе чланице ЕМУ би због интегрисаности финансијског тржишта осетили финансијски сектори свих других држава чланица, што би лако дестабилизovalo еуро подручје. У таквим условима, Европска централна банка би могла да дође у искушење да прекрши правило забране узajмног финансирања (правило да нема *bail-out* клаузуле) и монетизује дуг, што би угрозило укупну ценовну стабилност. Уколико ЕЦБ одлучи да не прекрши ово правило, финансијска тржишта би реаговала тако што би дошло до раста каматних стопа. Додатне аргументе у корист постављања фискалних правила подупире и анализа која полази од поставки теорије оптималног валутног подручја. С обзиром на то да не постоје услови за пуну мобилност фактора производње (пре свега мобилност рада), једини начин за ублажавање последица асиметричних поремећаја био би коришћење активне фискалне политике. Међутим, континуирана употреба фискалне политике за ублажавање привредних поремећаја угрожава одрживост јавних финансија и, пре или касније, нарушава ценовну стабилност.

Дефинисањем критеријума конвергенције и увођењем фискалних ограничења онемогућена је претерана експанзивност фискалних политика држава чланица и негативни учинци преливања, који би лако угрозили успостављање ценовне стабилности, као укупног циља економских политика држава чланица монетарне уније. Институционални оквири вођење фискалне политике даље се дограђују доношењем Пакта о стабилности и расту 1997. и његовом реформом 2005. године.

<sup>154</sup> Eijffinger S. C. W., De Haan J, 1999, *European Monetary and Fiscal Policy*, OUP, p. 81-82.

## 2.1. Уговор из Мастрихта и фискална правила

Уговор о стварању ЕУ дефинисао је темеље монетарне уније и уједно дефинисао критеријуме које државе морају испунити да би могле приступити ЕМУ. У настојању да предупреди појаву фискалне недисциплине Уговор уводи два механизма. Први чини одредба чл. 103. УоЕЗ, по којој нема клаузуле преузимања дугова било од стране Заједнице, било од стране држава чланица. Уграђивањем ове забране спречава се појава да једна земља почне убрзано да се задужује ради финансирања буџетског дефицита, очекујујући да ће нарасле дугове отплатити уз помоћ осталих држава чланица, које желе да спрече појаву дужничке кризе (тзв. проблем моралног хазарда). Други механизам представљају тзв. фискални критеријуми конвергенције. Постављањем ограничења у погледу висине буџетског дефицита и удела јавног дуга стварају се услови за вођење одрживе фискалне политике, тј. политике која неће угрозити остваривање примарног циља а то је стабилност цена.<sup>155</sup>

Уношењем фискалних критеријума у Уговор о ЕЗ, на неки начин је дефинисана фискална политика која ће пружити неопходну подршку монетарној политици. Према Уговору, то је фискална политика која за резултат нема прекомерне дефиците, односно, у практичном смислу - она фискална политика код које су референтне вредности из члана 104. (2) Уговора испод:

а) 3% за однос између предвиђеног или оствареног јавног дефицита и бруто друштвеног производа мереног тржишним ценама;

б) 60% за однос између јавног дуга и бруто домаћег производа мереног тржишним ценама. Веза између висине буџетског дефицита од 3% и висине јавног дуга од 60% у економској литератури објашњава се на следећи начин. Наиме, под претпоставком да државе чланице ЕУ у просеку имају номиналну стопу раста БДП-а од 5%, што може бити резултат 3% реалног раста уз просечну стопу инфлације од 2%, тада веза између 3% и 60% постаје видљива, с обзиром на то да је математички 3% уствари 5% од 60%, а економски у држави са буџетским дефицитом од 3% БДП-а и 5% номиналним растом, јавни дуг ће се у дугом року стабилизovati на нивоу од 60% БДП-а. Такође је интересантно да је у време дефинисања фискалних критеријума просечни јавни дуг држава

<sup>155</sup> Види детаљније: Wagner Helmut, *Preconditions for the Success of the European Monetary Union*, in: „The Making of the European Union – Contributions of the Social Sciences“, ed. Haller Max, Springer-Verlag, Berlin, 2001, p.53-54.

чланица приближно износио 60% БДП-а, а њихов потенцијални раст се процењивао на 5%.<sup>156</sup> Критеријуми дефинисани Уговором дају простор и за одређени степен флексибилности. Тако је могуће да се толерише и буџетски дефицит нешто изнад референтне вредности. Према члану 104. ово одступање је могуће ако је превазилажење референтне вредности само изузетно и привремено. На пример, одступање од референтне вредности настаје као последица пада реалног бруто домаћег производа. Друга могућност, када је одступање од референтне вредности допуштено, односи се на државе које су претходно имале изузетно високе буџетске дефиците, тако да се може сматрати задовољавајућим и ако је држава континуирано смањивала буџетски дефицит, тако што је смањила његову величину и прилиближила се референтној вредности од 3% БДП-а. Слична флексибилност предвиђена је ставу 2. тачка б. поменутог члана када је могуће да се државе са претходно високим уделом јавног дуга у БДП-у третирају као државе које су испуниле фискални критеријум, под условом да им се удео дуга приближава референтној вредности и то задовољавајућом динамиком.

У погледу праћења и методологије фискалних критеријума значајан је Протокол о поступку који се примењује у случају изузетног великог дефицита.<sup>157</sup> Поред фискалних критеријума конвергенције, Уговор садржи и друге одредбе које се односе на јавне финансије у земљама чланицама. Одредбама члана 101-104. забрањено је финансирање дефицита државе кредитима Европске централне банке и националних централних банака.

## 2.2. Пакт о стабилности и расту

Пакт о стабилности и расту је механизам усклађивања фискалних политика у Европској унији, који је настао пре почетка функционисања ЕМУ, будући да је стварање монетарне уније подразумевало претходно усаглашавање фискалних политика и свођење фискалних критеријума на референтни ниво. С обзиром на то да је фискална политика у ЕМУ, сходно начелу супсидијарности остала у надлежности држава чланица, неопходну фискалну дисциплину могуће је остварити једино њиховим међусобним усклађивањима и увођењем јединствених фискалних правила.

<sup>156</sup> Наведено према: Фауленд М. et al, *Op. cit.* str. 10.

<sup>157</sup> Протокол (бр.20) о поступку који се примењује у случају изузетно великог дефицита; Уз Протокол о процедури други важан документ је Уредба Већа ЕУ о примени Протокола (Council Regulation no 3605/93). Види: Лопандић Душко, *Оснивачки уговори Европске уније*, Београд, 2003.



Полазећи од принципа да су здраве јавне финансије нужан услов за постизање и очување укупне макроекономске стабилности, 1997. године доноси се Пакт о стабилности и расту.<sup>158</sup> Његова основна сврха је у додатном појашњењу поступка у случају прекомерних јавних дефицита предвиђеног у чл. 104 УоЕЗ, те отклањању нејасноћа у погледу начина извештавања и могућих санкција у случају непоштовања постављених правила. Пакт о стабилности и расту ближе одређује садржај одредби о фискалној дисциплини и уједно дефинише здраву фискалну политику као ону у којој је буџет близу равнотеже или у суфициту.

### 2.2.1. Поступак у случају прекомерног дефицита

Према Пакту, земље чланице ЕУ обавезују се да спрече појаву прекомерних дефицита. Овим актом се као средњорочни циљ фискалне политике поставља успостављање буџетске равнотеже. Одредбама Пакта уједно се дефинише и процедура у случајевима појаве прекомерних дефицита.<sup>159</sup> Према садржини, одредбе о фискалној дисциплини у ЕМУ можемо поделити у две групе:

а) Прву групу чине одредбе којима се дефинише тзв. превентивни систем. Основу превентивног система чини рани систем упозорења (*early warning system*) који, полазећи од пројекција буџетских позиција, у раној фази препознаје евентуалне препреке у поштовању фискалних правила дефинисаних Пактом о стабилности и расту. Конкретизујући чл. 104 Уговора, Уредба о изградњи буџетске контроле и координацији економских политика земаља чланица утврђује обавезу држава чланица да поднесу Савету министара и Европској комисији све информације неопходне за мултилатерални надзор, у редовним интервалима, у облику стабилизационог и конвергенцијског програма. Према Уредби, стабилизациони програм треба да садржи информације о:

- Средњорочном циљу успостављања буџетске равнотеже или суфицита; очекивањима у погледу економског развоја, као и податке о кретању важних економских варијабла које су релевантне за реализацију стабилизационог програма, попут раста реалног БДП-а, запослености и инфлације;

<sup>158</sup> Пакт је ступио на снагу 1999. године. Пакт о стабилности и расту чине: Resolution of the European Council on the SGP; Council Regulation on the strengthening of the surveillance and coordination of economic policies, No. 1466/97; Council Regulation on speeding up and clarifying the implementation of excessive deficit procedure, No 1467/97, Official Journal L 209, 02/08/1997.

<sup>159</sup> Каница Винко, *Господарски систем Еуропске уније*, Ријека, 2003, стр. 313-314.

- Буџетским и другим економско-политичким мерама које су предузете или чије се предузимање предвиђа ради остваривања циљева програма и, у случају главних буџетских мера, процену квантитативних ефеката на буџет.

- О променама у главним економским варијаблама, уз анализу ефеката које оне могу да произведу у погледу буџетске позиције и позиције јавног дуга.<sup>160</sup>

Спровodeћи мултилатерални надзор, Комисија, Економски и финансијски комитет анализирају стабилизациони програм, процењују и дају мишљење да ли је реалан средњорочни буџетски циљ стабилизационог програма, односно да ли фискална позиција омогућава довољно простора да се унутар нормалних цикличних флукуација фискални дефицит одржи у границама референтне вредности од 3% БДП-а. Савет, између осталог, процењује да ли садржај стабилизационог програма олакшава координацију економске политике, и да ли је економска политика земље чланице конципирана у складу са општим смерницама економске политике, утврђене на наднационалном нивоу (чл. 5.(2) Уредбе). Ако је мишљење Савета министара негативно, чланица мора да изврши измену у стабилизационом програму, како би у поновљеном поступку добила позитивну оцену. Уколико се, пак, процени да је одступање буџетске позиције од средњорочног циља буџетске политике знатно, Савет одлучујући квалификованом већином, на препоруку Комисије и уз претходно консултовање Економског и финансијског комитета,<sup>161</sup> може односној држави чланици упутити неопходне препоруке.

б) Другу групу чине тзв. корективне мере. Поступак у случају прекомерног дефицита уређен је другом Уредбом о убрзању и објашњењу поступка у случају прекомерног дефицита. Као што је већ речено, фискална правила у ЕУ остављају простор за одређени степен флексибилности, будући да се код утврђивања препорука уважавају и олакшавајуће околности попут рецесије, природних катастрофа и сл.

<sup>160</sup> Државе су биле у обавези да поднесу стабилизациони програми пре 1. марта 1999. године. Након тога, допуњени програми се подносе годишње. За државе чланице које прихвате јединствену валуту у каснијој фази у обавези су да подносе стабилизационе програме у року од 6 месеци од одлуке Савета о њеном прикључењу монетарној унији.

<sup>161</sup> Према члану 114, Економски и финансијски комитет формиран је са почетком треће фазе у стварању ЕМУ. Задатак овог тела је, између осталог, да прати економску и финансијску ситуацију држава чланица и Заједнице и даје мишљења за потребе Савета министара и Комисије.

Уредба Заједнице (чл. 1. 2) отвара могућност да се одступање дефицита од референтне вредности третира као привремено уколико буџетска процена Комисије указује да ће дефицит бити сведен на референтну вредност након престанка изузетних околности или озбиљног економског поремећаја.

У том смислу, Комисија приликом састављања извештаја о неиспуњењу фискалних критеријума процењује да ли већи дефицит у односу на референтну вредност у дотичној земљи чланици треба третирати као привремен, с обзиром на то да је у посматраној години забележен пад БДП-а за најмање 2%. Уколико је дошло до пада реалног БДП-а између 0,75% и 2% онда је дозвољен прекомерни дефицит, али уз претходно прибављену сагласност Савета.

Уредба такође предвиђа да код одлучивања о томе да ли постоји или не постоји прекомерни дефицит Савет у својој процени узима у обзир и становиште држава чланица код којих је регистрован годишњи пад реалног БДП-а за мање од 2%. О постојању прекомерног дефицита одлучује Савет на основу извештаја Комисије о неиспуњењу фискалног критеријума и претходно прибављеног мишљења Економског и Финансијског комитета. Уредба предвиђа етапни механизам у примени мера против државе која се суочава са фискалним тешкоћама. У том смислу, процедура у случају прекомерног дефицита подразумева:

- Утврђивање препорука земљи чланици како би отклонила фискалну неравнотежу у року од четири месеца. Препоруком се, такође, одређује и рок за отклањање дефицита, који би према Уредби требао бити отклоњен у наредној години, осим у случају постојања посебних околности.

- Објављивање препорука Савета. Одлука о објављивању се доноси уколико земља чланица у прописаном року није предузела ефикасну акцију;

- Ако се чланица не придржава препорука, Савет може одлучити да јој наметне детаљне мере за смањивање дефицита у обиму који се процени неопходним како би се стање поправило;

- Увођење санкција предвиђених чл. 104. (11) у случају да држава чланица и даље не примењује задате мере. Уколико држава чланица није спремна да примени мере за отклањање дефицита, Савет министара може да одлучи да примени, односно ако се укаже потреба, да појача једну (или више) од следећих мера: (i) Објављивање додатних информација, које би прецизирао Савет, пре него што држава чланица емитује обвезнице и хартије од вредности за финансирање дефицита, као и да позове Европску инвестициону банку на преиспитивање кредитне политике; (ii) Обавезу

депоновања бескаматног депозита у одређеном износу. Величина депозита зависи од фиксног (иницијалног) дела који износи 0,2% БДП-а, као и варијаблног дела који износи 0,1% за сваки процентни поен за који је остварени дефицит већи од референтног (3% БДП-а). У погледу горње границе бескаматног депозита Уредба предвиђа да овај депозит не сме прекорачити границу од 0,5% БДП-а; (iii) И, најзад, претварање бескаматног депозита у новчану казну.<sup>162</sup> Уколико у року од две године од дана доношења одлуке о обавези полагања бескаматног депозита прекомерни јавни дефицит не буде коригован, онда се овај депозит претвара у новчану казну. (чл. 13. Уредбе о поступку у случају прекомерног дефицита).

Табела бр. 4.

#### ВРЕМЕНСКИ ПРИКАЗ ПОСТУПКА У СЛУЧАЈУ ПРЕКОМЕРНОГ ДЕФИЦИТА

| Време                                      | Мере   |
|--|--|
| 1.март(година т) или 1. септем. (година т) | Земља чланица доставља извештај (пројекцију) Комисији о својим јавним финансијама                                |
| 1.јун (година т) или 1. децемб. (година т) | Савет доноси одлуку о прекомерном дефициту на основу извештаја Комисије и издаје препоруке за смањивање дефицита |
| 1.октоб. (година т) или 1. април(година т) | Савет одлучује јесу ли акције предузете у складу са препорукама које јавно објављује                             |
| 1.новем. (година т) или 1. мај (година т)  | Савет доноси одлуку о увођењу санкција, односно конкретних мера за смањивање прекомерног дефицита (депозит)      |
| 1.јануар (година т) или 1. јун (година т)  | Савет примењује претходно усвојене санкције  |
| 1.март(година т) или 1. септем. (година т) | Савет доноси одлуку о интензивним мерама (санкцијама) или укида санкције   |

Извор: Х. Шимовић, *Op. cit*, стр. 249.

<sup>162</sup> Опширније о фискалним правилима и процедури у случају прекомерног дефицита види: Шимовић Јуре, Шимовић Хрвоје, *Фискални систем и фискална политика Европске уније*, Загреб, 2006,стр.247-252.

## 2.2.2. Имплементација Пакта о стабилности и расту

Примена фискалних правила у ЕМУ имала је до одређеног степена позитиван утицај на успостављање фискалне дисциплине, посебно у периоду 1997-2000. године. У овом периоду, долази до смањења јавног дуга, мада је његово учешће у БДП-у и даље врло високо. До краја 2000. године, пет мањих земаља ЕУ (Белгија, Ирска, Луксембург, Холандија и Финска) су у тој мери побољшале своју фискалну позицију да су оствариле суфицит. Од осталих земаља чланица, једино је Португал имао буџетски дефицит већи од 2% БДП-а. Анализа примене Пакта о стабилности и расту показује да је он довео до одређених позитивних ефеката. Ови позитивни ефекти односе се на:

- јачање кредибилитета носиоца економске политике у ЕМУ;
- консолидацију достигнућа Споразума из Мастрихта у погледу осигурања солвентности. Рецимо, смањење удела јавног дуга у БДП-у индиковано испуњавањем фискалних критеријума свакако је допринело јачању солвентности;
- јачање полагаја Европске централне банке, будући да у почетном периоду није било конфликта са фискалном политиком.

Мада готово све анализе учинка Пакта о стабилности и расту признају да је у монетарној унији неопходно успоставити одговарајући ниво фискалне дисциплине увођењем фискалних правила, у литератури се често критикује усвојени модел.<sup>163</sup> Као главни недостатак истиче се крутост униформних правила. Као што је већ речено, монетарна унија ускраћује могућност земљи чланици да аутономно води монетарну и девизну политику, тако да националне државе могу да се супроставе асиметричним шокovima једино вођењем фискалне политике. Међутим, Пакт пренаглашава значај фискалних правила, а на уштрб флексибилности. По речима *P. de Grauwe*, крутост фискалних правила „ствара ризик да капацитет националних буџета у функцији аутоматских стабилизатора током рецесије буде нарушен, чиме се рецесија интензивира“.<sup>164</sup> Крутост правила најбоље илуструје искуство после 2000. године, када се, током рецесије, више држава (Финска, Француска,

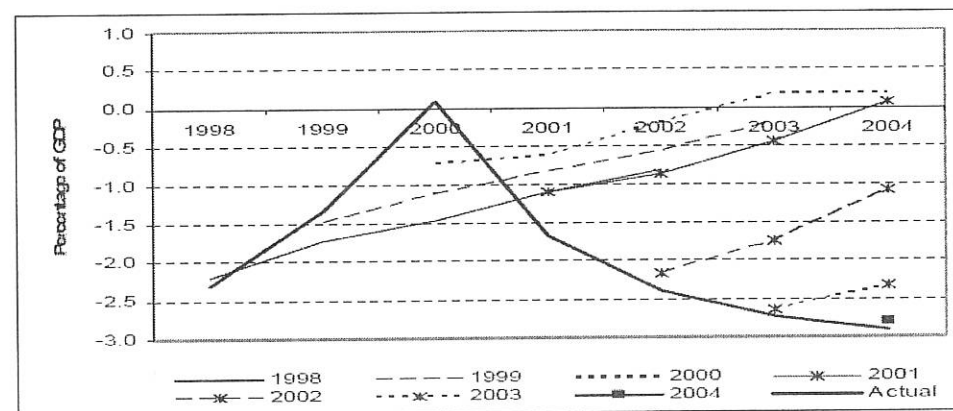
<sup>163</sup> Више о делотворности Пакта о стабилности и расту види: Vednaš Marijana, *Reforma Pakta stabilnosti in rasti*, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, Delovni zvezek, no 12, Ljubljana, 2006, стр. 26.

<sup>164</sup> P. de Grauwe, *Op. cit.* стр. 348.

Шведска, Шпанија, Португал и Велика Британија) суочило са растом буџетског дефицита изнад референтне вредности од 3%. Међутим, неке од њих (Финска, Шведска, и В. Британија) због пада БДП-а за више од 2% могле су да се позову на изузетне околности предвиђене Уредбом, а неке нису зато што пад БДП-а није никад премашио граничну вредност од 2% годишње. У теорији постоје и становишта која сматрају да фискална правила утврђена Пактом дају довољан степен флексибилности. Тако се наводи да је у земљама ЕУ просечан однос између промена у економској активности и промена у фискалној позицији такав да пад БДП-а за 1% доводи до пораста фискалног дефицита од 0,5%. То значи да, ако је земља пре рецесије имала буџетску равнотежу треба да се суочи са падом БДП-а од 6% да би остварила дефицит од 3%, под условом да су уграђени стабилизатори подешени тако да се спонтано прилагођавају променама у економској активности.<sup>165</sup> Овако дубока рецесија је далеко од забележеног пада економске активности почетком 2000. године. Штавише, земље које би се суочиле са оваквом рецесијом увек би могле да се позову на изузетне околности и избегну примену корективних мера.

Слика бр.3.

### БУЏЕТСКА РАВНОТЕЖА У ЕУРО ПОДРУЧЈУ И БУЏЕТСКЕ ПРОЈЕКЦИЈЕ ПРЕДВИЂЕНЕ СТАБИЛИЗАЦИОНИМ ПРОГРАМИМА



Извор: *European Commission*

Тешкоће у примени Пакта у ЕМУ кулминирале су крајем 2003. и почетком 2004. године (види Сliku бр.3). Тешкоће у успостављању фискалне

<sup>165</sup> Tanzi Vito, *Op. cit.* стр. 64-65.



дисциплине посебно су биле изражене у Немачкој и Француској. Тако је новембра 2003. године Комисија, полазећи од тога да Француска није предузела ефикасну акцију (чл. 104. 8), а да је Немачка применила неадекватне мере за примену препорука, предложила Савету доношење одговарајућих одлука у складу са одредбама Пакта. Наиме, процедура у случају прекомерног дефицита против Немачке иницирана је новембра 2002. године, а Одлука Савета ЕУ о томе да постоји прекомерни дефицит (у складу са чл.104. (6) Уговора) јануара 2003. године.<sup>166</sup> У складу са препоруком Комисије, немачкој влади препоручено је да у што је могуће краћем року примени одговарајуће мере за смањење дефицита. С друге стране, процедура у случају прекомерног дефицита покренута је и против Француске априла 2003. године, да би Одлуком Савета јуна 2003. и у овој земљи утврђен прекомерни дефицит.<sup>167</sup> Констатовање чињенице да постоји прекомерни дефицит у овим земљама значило је, истовремено, давање препорука о начину елиминисања дефицита у датом року (2004. године). Криза Пакта о стабилности и расту кулминирала је када Савет министара није прихватио предлог Европске комисије да према овим земљама примени мере предвиђене чланом 104. (8) и (9), а које се односе на објављивање препорука, будући да није предузета ефикасна акција (Француска), односно да до утврђеног рока нису предузете мере за смањивање дефицита у обиму који Савет процени (Немачка).<sup>168</sup> Озбиљност препорука Комисије била је утолико већа што је њихово усвајање значило довођење ових земаља, у случају да не поступи на начин како им је наложено, у предворје корективних мера укључујући и

<sup>166</sup> Council Decision 2003/89 EC of 21. January 2003 on the existence of an excessive deficit in Germany – application of Art. 104 (6) of the Treaty establishing the EC, OJ 2003 L 34 p. 16.

<sup>167</sup> Council Decision 2003/487/EC of 3. June 2003 on the existence of an excessive deficit in France – Application of Article 104(6) of Treaty establishing the European Community OJ 2003, L 165, p.29.

<sup>168</sup> Савет састављен од министара финансија није прихватио предлог Комисије. Уместо тога, усвојен је закључак којим се констатује да су Француска и Немачка предузеле озбиљне кораке на отклањању дефицита и да су се обавезале да ће успоставити фискалну равнотежу. Такође, учињена је препорука овим земљама да коригују дефицит до 2005. године, што је значило продужење рока за још једну годину. Савет је одлучио да привремено застане са применом процедуре у случају прекомерног дефицита, наглашавајући своју спремност да учине препоруке уколико оне не испуне своје обавезе. Више о кризи Пакта о стабилности и расту види: Doukas Dimitrios, *The Frailty of the Stability and Growth Pact and the European Court of Justice: Much Ado about Nothing?*, „Legal Issues of Economic Integration“, No.32/3, 2005, p. 296-297.

полагање бескаматног депозита и изрицања новчане казне одговарајућег износа. Ове тешкоће није отклонила ни одлука Европског суда правде будући да суд није прихватио захтев да санкционише пропуст Савета да прихвати формалне инструменте препоручене од стране Комисије. С друге стране, Суд је поништио закључак Савета министара којим су модификоване раније прихваћене препоруке.<sup>169</sup> Овакву одлуку суда поједини аутори означили су као „соломонску“ или, у најмањем, руковођену политичким прагматизмом.<sup>170</sup> Оваква одлука није ојачала кредибилитет фискалног правила предвиђеног Пактом о стабилности и расту. И поред повољних економских прилика, већина земаља није успела да спроведе до краја процес фискалне консолидације. Штавише, показало се да највише тешкоћа у успостављању фискалне равнотеже имају тзв. велике земље.

### 3. РЕФОРМА ПАКТА О СТАБИЛНОСТИ И РАСТУ

#### 3.1. Предлог Комисије за реформу Пакта

Први корак у реформи Пакта о стабилности и расту представља иницијатива Европске комисије о правцима и начинима исправљања недостатака постојећег фискалног оквира.<sup>171</sup> Сталне критике Пакта, затим проширење ЕУ, које је повећало разлике у степену развијености држава чланица, допринели су јачању уверења да је за усклађивање фискалне политике у ЕУ нужна реформа фискалних правила.

У анализи Комисије полази се од тога да је Пакт о стабилности и расту имао значајну улогу у координирању фискалних политика и у очувању макроекономске стабилности. Оно што је, међутим, наметнуло

<sup>169</sup> Case C-27/04 Commission of the European Communities v. Council of the European Union од 13. јула 2004. године.

<sup>170</sup> Комисија је поднела тужбу против Савета због тога што није усвојио препоручене формалне инструменте и због „закључка“ којим је привремено дошло до застоја у примени процедуре, увођења инструмената који нису били предвиђени Уговором и модификације препоруке учињене од стране Комисије. Више о Одлуци суда види: Dutzler Barbara and Hable Angelika, *The European Court of Justice and the Stability and Growth Pact - Just the Beginning?*, „European Integration online Papers (EIoP)“, Vol. 9, (2005), No5.p.7-10.

<sup>171</sup> Види: Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact, COM (2004), 581.

потребу његовог редефинисања јесте смањивање кредибилитета и недореченост у примени утврђене процедуре. Читава реформа руковођена је жељом да се обезбеди одговарајући баланс између потенцијално високог степена дискреције у надзору и координацији фискалних политика и потребе да се задржи на правилима заснован, једноставан и транспарентан оквир за вођење фискалне политике. Главне елементе приступа Комисије можемо систематизовати на следећи начин:

- Стављање нагласка на јавни дуг и одрживост у надзору над вођењем фискалне политике. Истицање у први план одрживости подразумева јачање надзора над променама текућег јавног дуга, као и других фактора који могу да утичу на његово средњорочно и дугорочно кретање. Наглашавање важности јавног дуга и одрживости јавних финансија одражава три предлога за ревизију Пакта о стабилности и расту: (i) идентификовање средњорочних буџетских циљева карактеристичних за поједине земље, (ii) учинити критеријум дуга из Уговора оперативним и (iii) дефинисање пута прилагођавања у поступку у случају прекомерног дефицита. Још једно питање које је Комисија нагласила односи се на појашњење одредбе Уговора из чл. 104, а која се односи на смањивање јавног дуга на задовољавајући начин.

- Уважавање специфичних економских околности у појединим државама пре одређивања средњорочног буџетског циља. У предлогу Комисије полази се од тога да би било корисно да државама са релативно ниским јавним дугом буде дозвољено одступање од буџетске равнотеже или буџетског суфицита. Ова допуна средњорочног циља има два основна задатка. Прво, ове измене треба да обезбеде довољно простора за маневар у погледу висине дефицита, како би се избегло кршење референтне вредности за време рецесије, без тражења помоћи вођењем процикличне политике. Друго, приврженост средњорочним циљевима допушта смањење односа између јавног дуга и бруто домаћег производа, као и припрему буџета за последице тренда старења становништва.

- Уважавање економске ситуације земље чланице приликом примене процедуре у случају прекомерног дефицита. Постоје два аспекта у којима се предлаже промена: (i) Подвођење дужег периода стагнације под клаузулу „изузетних околности“. Случај спорог, али ипак позитивног економског раста, није у потпуности уважаван у механизмима постојећег фискалног оквира. Побољшање у овом смислу треба да буде остварено кроз преиспитивање начина прилагођавања у случају када земља прекорачи референтну вредност дефицита (3%) и/или редефинисање тзв. „клаузуле изузетних околности“. Решења која су била садржана у Пакту о стабилности и расту нису давала могућност да дужи период економске

стагнације, који доводи пораста дефицита изнад нивоа референтне вредности (изнад 3% БДП), буду основ за примену тзв. сигурносне клаузуле, према којој је некој земљи допуштено да привремено занемари ограничење у случају озбиљне рецесије. Међутим, озбиљна рецесија је дефинисана на такав начин да је одступање од референтне вредности у пракси, по правилу, увек било неоправдано; (ii) Уважавање специфичних услова земље у спровођењу корекције прекомерног дефицита (начина прилагођавања). У одређивању начина прилагођавања фискалне позиције Комисија је у свом саопштењу предложила да се код покретања процедуре у случају прекомерног дефицита уважавају и специфични услови земље, посебно економско стање и висина дуга.

- Осигурање претходне акције ради кориговања неадекватне буџетске позиције. Искуство појединих земаља, које су се суочиле са успоравањем економског раста, наглашава потребу вођења опрезне политике која резултира остваривањем суфицита током "добрих година". На тај начин би се створио довољан простор за прилагођавање политике у време економске стагнације.

### 3.2. Основни елементи реформе

Реформа Пакта о стабилности и расту формално је спроведена 2005. године. Она се заснивала на извештају Савета ЕУ који је указао на правце побољшања фискалних правила дефинисаних Пактом.<sup>172</sup> Усвајањем овог закључка створена је повољна политичка клима за спровођење реформе. Утврђивању предлога промена фискалних оквира у ЕУ претходило је прибављање мишљења Европске централне банке о предлогу измена Уредби из којих се састоји Пакт о стабилности и расту.<sup>173</sup> Институционални оквири предложене реформе дефинисани су: (i) Уредбом о изменама Уредбе о изградњи буџетске контроле и

<sup>172</sup> European Council: Presidency conclusions, 22-23. March 2005, „*Report on Improvement of the Implementation of the Stability and Growth Pact*“, Available from: <http://ue.eu.int>

<sup>173</sup> Види: *Opinion of the European Central Bank on a Proposal for a Council Regulation amending Regulation (EC); No. 1466/97, Official Journal C 144/2005*, као и *Opinion of the European Central Bank on a Proposal for a Council Regulation amending Regulation (EC), No.1467/97, Official Journal C 144/2005*. и Resolution of the European Council on the SGP, Official Journal L 209, 02/08/1997.

координацији економских политика<sup>174</sup> и (ii) Уредбом о изменама Уредбе о убрзању и појашњењу поступака у случају прекомерног дефицита.<sup>175</sup>

Реформа Пакта о стабилности и расту у великој мери се заснива на предлогу који је током претходне године формулисала Европска комисија и односи се на следећа подручја:

- Повећање економске утемељености фискалних правила и, повезано са тим, повећање њихове веродостојности;

- Јачање одговорности носиоца економске политике на националном нивоу за поштовање заједничких фискалних правила;

- Фискалну консолидацију у условима повољних конјуктурних околности и спречавање процикличног дејства фискалне политике држава чланица;

- Уважавање погоршаних економских услова у поступку надзора над буџетским стањем;

- Придавање већег значаја висини јавног дуга и одрживости јавних финансија у поступку надзора над буџетским стањем.

Као што је већ речено, реформа Пакта о стабилности је, првенствено, била усмерена ка отклањању недостатака ранијих решења, нарочито у погледу уважавања висине јавног дуга и специфичних економских околности у одређеним државама. Анализа решења у изменама Уредби које чине основу Пакта о стабилности и расту показује да су остварене промене како у превентивном, тако и у корективном делу. Промене у превентивном делу наглашавају приврженост држава чланица средњорочном циљу довођења буџета у стање равнотеже или суфицита. Оно по чему се у овом делу Пакт разликује у односу на раније одредбе је нешто другачија дефиниција буџетског циља, која узима у обзир различитости у економској активности и буџетским позицијама држава чланица, уз уважавање процене будућих демографских промена. Најзначајније промене у превентивном делу Пакта односе се на:

- Диференцирани приступ у одређивању средњорочних циљева. Средњорочни циљ се дефинише као структурни (циклично) прилагођени дефицит, уз искључивање једнократних и привремених мера. При томе, чл. 2(а) Уредбе одређује да се земљама са нижим јавним дугом и вишим потенцијалним растом допушта буџетски дефицит у висини од 1% БДП-а

<sup>174</sup> Council Regulation (EC) No. 1055/2005 amending Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, Official Journal L 174, 07/07/2005.

<sup>175</sup> Council Regulation (EC) No. 1056/2005 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, Official Journal L 174, 07/07/1997.

у средњем року. С друге стране, земље које имају висок ниво задужености, а уједно их карактерише и нижи потенцијални раст, морају тежити уравнотеженом буџету или суфициту.<sup>176</sup>

- Код процењивања начина прилагођавања средњорочном буџетском циљу Савет ће узимати у обзир спремност државе чланице на годишње снижавање цикличног дефицита које се, без узимања у обзир једнократних или привремених мера, креће у границама референтне вредности од 0,5% БДП-а. Изменама чл. 5. посебно се наглашава захтев да земље чланице у време „добрих година“ чине већи напор у фискалном прилагођавању, док у периодима рецесије то ангажовање на плану смањења дефицита може бити мање.

- Код дефинисања начина прилагођавања средњорочном буџетском циљу за земље које га још увек нису оствариле, односно земље које су га оствариле али привремено од њега одступају, узимају се у обзир и структурне реформе које у кратком року могу да доведу до погоршања, али дугорочно унапређују одрживост јавних финансија, укључујући и увећање потенцијалног раста.

- Приликом процењивања напора на плану структурних промена посебна пажња се посвећује спремности да се спроведе реформа пензијског система. Државама чланицама које приступе таквим променама, у складу са чл.5.(3) измењене Уредбе, дозвољено је одступање од пута прилагођавања ка средњорочном буџетском циљу или одступање од самог циља, под условом да је оно резултат повећаних нето трошкова изазваних реформом, да је одступање привремено, као и да се креће у границама сигурносне клаузуле.

- Значајну новину представља обавеза укључивања у програм конвергенције и стабилности информација које се односе на детаљну и квантитативну оцену мера буџетске и фискалне политике, које су предузете или се предлажу за остваривање средњорочног буџетског циља. Ова оцена обухвата детаљну анализу трошкова и користи спровођења структурних реформи, које треба да доведе до смањења трошкова у будућности и увећања могућности потенцијалног раста.<sup>177</sup>

<sup>176</sup> Шабић Ана, *Реформа пакта о стабилности и расту*, „Финансијска теорија и пракса“, бр. 30/3,2006, стр. 287.

<sup>177</sup> Део промена у превентивном делу односи се и на промене у систему раног упозорења, које са собом носи предлог Устава Европе. У том смислу, предвиђено је да Европска комисија непосредно, без учешћа Савета, даје предлог (*policy advice*) носиоцима економске политике за остваривање договореног средњорочног буџетског циља чл. 179. ст.4.



У оквиру реформе Пакта о стабилности и расту усвојене су и значајне промене у поступку у случају прекомерног дефицита. Ове промене односе се на појачање обавезности појединих одредби, као и на појашњења у процедури. Изменама Уредбе уводи се:

- Флексибилнији приступ у дефинисању „озбиљног пада економске активности“, као разлога за непримењивање поступка у случају прекомерног дефицита. Изменама Пакта, простор за интерпретацију озбиљног пада економске активности је шири и односи се на негативну стопу раста или акумулирани пад БДП-а у односу на потенцијални ток периоду ниског раста (продужени „период економске стагнације“ и „врло ниског раста“).

- Прецизно дефинисање улоге осталих релевантних чинилаца предвиђених чл. 104. (3) Уговора, који оправдавају прекорачење референтне вредности буџетског дефицита. До реформе Пакта, улога „других релевантних чиниоца“ у поступку у случају прекомерног дефицита није била јасно дефинисана. Изменом Уредбе, ови чиниоци добијају значајно место у оцени стања јавних финансија и начина прилагођавања средњорочном буџетском циљу. У том смислу, извештај Комисије о прекомерном дефициту мора да уважи развој економске позиције земље на средњи рок (посебно потенцијални раст, тренутну фазу привредног циклуса, примену политике у контексту остваривања Лисабонске стратегије, издатке за истраживање и развој и сл.). При одлучивању о томе да ли држава има прекомерни дефицит води се рачуна и о развоју средњорочне буџетске позиције земље (посебно о истрајности у спровођењу фискалне консолидације у „добрим годинама“, о одрживости дуга, јавним инвестицијама и укупном квалитету јавних финансија (чл. 1. (2) Уредбе 1055/2005). У извештају Комисије морају се узети у обзир и друге околности за које земље чланице сматрају да су чиниоци које треба уважити приликом примене процедуре у случају прекомерног дефицита; посебно, степен фискалног оптерећења условљен поступцима јачања међународне солидарности у остваривању циљева европске политике.

- Ограничење у примени клаузуле о осталим релевантним околностима. Током поступка у случају прекомерног дефицита, ова клаузула може се узети у обзир само ако је прекорачење референтне вредности за буџетски дефицит привремено и близу вредности од 3% БДП-а.

- Изменом Пакта о стабилности и расту долази до продужења рокова предвиђених у поступку прекомерног дефицита. Тако се предвиђа продужење рока за смањење буџетског дефицита на ниво испод

референтне вредности у ванредним околностима са једне на две године. При томе, код одређивања рока за исправљање дефицита узимају се у обзир и друге битне чињенице, као и то да ли је предузет минимални фискални напор, односно побољшање од најмање 0,5% БДП-а. Изменама Уредбе долази до продужења и других рокова: са 3 на 4 месеца продужује се рок у коме Савет доноси одлуку о томе да ли постоји или не постоји прекомерни дефицит. Према чл.2 Уредбе, када одлучи да прекомерни дефицит постоји Савет ће, у истом периоду (4 месеца), усвојити препоруке државе чланице са дефицитом изнад референтне вредности; затим, продужује се рок са 4 на 6 месеци за предузимање ефикасне акције као одговор на дату препоруку; са два на четири месеца се продужава рок предвиђен за предузимање мера у складу са чл. 104. (9), у случају да држава чланица не примењује препоруке Савета. Поред ових промена, изменама Пакта предвиђен је и максималан рок у коме Савет мора донети одлуку о наметању санкција у случају да држава еурозоне не поступа по препорукама и одлукама Савета који, уместо 10, износи 16 месеци.

- Важну промену у механизму Пакта представља и увођење могућности понављања корака у процедури прекомерног дефицита. Ово под условом да је дошло до неочекиваних економских поремећаја са значајним последицама по јавне финансије, када Савет може на препоруку Комисије донети одлуку да се понове и преобликују препоруке Савета да се коригује прекомерни дефицит, односно упозорење да се предузме ефикасна акција за смањење дефицита под условом да је земља чланица применила раније препоруке које нису довеле до очекиваног смањења дефицита.

#### **4. ДЕЛОТВОРНОСТ РЕФОРМИСАНИХ ФИСКАЛНИХ ОКВИРА**

##### **4.1. Предности и недостаци реформисаног система**

Изменама Пакта о стабилности и расту, органи ЕУ настојали су да реформисаним фискалним правилом с једне стране обезбеде вођење здраве буџетске политике, а с друге стране већи степен флексибилности, као и уважавање економских околности у којима се то фискално правило спроводи. Од примене овог реформисаног фискалног правила очекује се да: а) помири захтев у погледу дугорочне одрживости и краткорочне стабилности, б) оствари захтев у погледу одрживости јавних финансија на начин који је економски здрав и не оставља превише простора за

дискрецију политике и в) убрза или бар не отежава реформе које треба да подстакну економски раст.<sup>178</sup>

Поставља се питање да ли је реформисан Пакт у могућности да оствари ове циљеве. Реформа Пакта је отклонила нејасноће у погледу дефинисања средњорочног циља о остваривању буџетске равнотеже или суфицита. Као један од услова успешних фискалних правила у теорији са наводи конзистентност ових правила са аспекта њихове усклађености са осталим сегментима економске политике. Првобитна решења су знатно већу пажњу поклањала краткорочним циљевима, а занемаривала дугорочни аспект одрживости јавних финансија, што је и главни разлог увођења фискалних правила. Реформа пакта о стабилности је отклонила раније недостатке и у знатно већој мери обезбедила конзистентност фискалних правила са осталим сегментима економске политике, посебно оних делова усмерених на остварвање привредног раста и запослености.

Свакако највеће достигнуће реформисаног Пакта је повећање флексибилности фискалног правила. Боља економска утемељеност правила Пакта - пре свега, диференцираност средњорочног буџетског циља и експлицитан захтев за минималним фискалним напором значе свакако побољшање Пакта. Такође, и уважавање специфичних фактора у појединим земљама може да допринесе већој легитимности правила, што уједно значи и већи кредибилитет Пакта и његово боље спровођење.

Побољшања у Пакту, међутим, остварена су по цену смањивања једноставности, као једне од кључне предности оригиналне верзије Пакта. У теорији се често истиче да постоји *trade off* између једноставности правила и флексибилности. Наиме, реформа је знатно повећала сложеност процедуре при прекомерном дефициту, што отвара могућност диференциране примене и даје простор дискрецији политичких субјеката. Главна замерка редефинисаном фискалном правилу тиче се промена у корективном делу Пакта. Промене у поступку у случају прекомерног дефицита, повећањем флексибилности и продужењем рокова угрожавају кредибилитет фискалних оквира ЕУ.<sup>179</sup> Осим тога, уношењем бројних елемената у систем Пакта смањује се транспарентност целокупног оквира и повећава ризик од двосмислених интерпретација, као и дискрецијске снаге држава чланица, Европске комисије и Савета ЕУ.

<sup>178</sup> Види опширније: Coeure Benoit and Pisani-Ferry Jean, *Fiscal Policy in EMU: Towards a Sustainability and Growth Pact?*, „Oxford Review of Economic Policy“, Vol, 21, No 4, 2005, p.609.

<sup>179</sup> Шабић Ана, *Op. cit.* стр. 290.

## 4.2. Квалитет измењених фискалних правила

У сагледавању квалитета реформисаног фискалног правила поједини аутори наглашавају четири кључна критеријума за процену реформе Пакта о стабилности и расту. Ови критеријуми укључују: превладавање претеране униформности, побољшање транспарентности, кориговање процикличности фискалног правила и јачање извршења.<sup>180</sup>

- Реформисани Пакт о стабилности и расту уводи неке елементе којима се уважава специфичност земље како у превентивном, тако и у корективном делу Пакта. Правило буџетске равнотеже, како га је дефинисао првобитни Пакт, интерпретирано као циклично усклађена буџетска равнотежа, третира је једнако земље са различитим нивоом јавног дуга, имплицитним и условним обавезама и потребама јавних инвестиција. У почетном периоду, једина димензија по којој су се земље разликовале биле су промене у цикличној компоненти буџетске равнотеже: привреде са високим степеном колебаљивости пословних циклуса захтевале су и већу сигурносну маргину у настојању да се избегне кршење лимита од 3% дефицита под нормалним цикличним околностима. У измењеном Пакту, дефинисање средњорочног циља шири се на друге димензије, попут финансијске нестабилности земље. Финансијска нестабилност се прати не само на основу величине јавног дуга, већ и на основу критеријума дугорочне одрживости представљене имплицитним обавезама које проистичу из пензионог система и капацитета земље да се ослободи свог дуга мерено њеним потенцијалним растом. У настојању да се избегне проблем моралног хазарда, предвиђено је да се претходне договорене имплицитне обавезе у ЕУ земљама обрачунавају на основу процене Комисије за економску политику о потрошњи условљеној трендом старења становништва. Коришћење дугорочних пројекција у фискалном оквиру ЕУ је директно зависно од напретка који је остварен у погледу упоредивости, транспарентности и независности пројекција. Различити индикатори могу бити коришћени: порески јаз, нето позиција државе, старосна структура и сл. С обзиром на то да индикатори подразумевају арбитражан избор, неопходно је да се унапред дефинишу релевантне претпоставке и параметри, као и да се постигне сагласност о скупу индикатора.

Нови пакт о стабилности уводи и елементе који омогућавају да се у корективном делу уваже специфичности појединих земаља. Мада је

<sup>180</sup> Buti M, *Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective*, „European Economy Economic Papers“, No241, 2006, p. 15-18.

неспорно да такве промене редукују претерану једнообразност правила, она у некој мери повећавају комплексност, с негативним импликација по транспарентност и спровођење.

- Побољшање транспарентности. Транспарентност има неколико димензија: она укључује рачуноводствене смернице (стандарде), процене извршења и начин извештавања. Од посебног су значаја два аспекта: (i) фискални индикатори треба да обезбеде свеобухватно сагледавање садашњег и будућег фискалног рачуноводства и усклађеност са правилима; Поштовање фискалног правила треба да буде подложно контроли институција, јавности и финансијских тржишта; (ii) дизајнирање правила треба да омогући недвосмислену процену усклађености. Другим речима, то подразумева једноставна, јасно дефинисана правила. У погледу првог аспекта, фискални оквири Европске монетарне уније су доста критиковани због недостатка транспарентности. Одсуство прегледности манифестовано је на више начина. Прво, индикатор дефицита на начин како је дефинисан не обезбеђује потпуну и јасну слику фискалне неравнотеже. Друго, индикатор дуга (брutto јавни дуг у номиналној вредности) допушта остваривање циљева активностима које не побољшавају фискалну одрживост и доприносе потцењивању укупних неизмирених обавеза. Треће, по садашњем систему националних рачуна, надгледање је отежано спорим прикупљањем података, што омогућава, до одређеног степена, манипулацију статистиком. И, најзад, процене које се налазе у основи програма стабилности врло често су оптерећене претераним оптимизмом. Нови, измењени, Пакт садржи решења која једним делом побољшавају ниво транспарентности, али и елементе који делују у супротном правцу.

Последњих година, у настојању да реализују краткорочне циљеве, земље се опредељују за једнократне мере уместо да приступе озбиљним структурним променама. За елиминисање прекомерног дефицита веома је важно да се активност субјеката економске политике усмери на трајност и одрживост прилагођавања, што ће смањити подстицаје за примену једнократних мера којима се дефицит привремено доводи на ниво испод референтне вредности, без отклањања фундаменталних неравнотежа.

Кад је у питању јавни дуг, примена фискалног правила се и даље фокусира на његову дефиницију у бруто износу. Нови Пакт наглашава важност висококвалитетних, правовремених и поузданих статистичких података и настоји да осигура независност, интегритет и одговорност националних статистичких служби и Еуростата. Доступност боље статистике је комплементарна са свеобухватном проценом фискалних варијабли. Такође, нови Пакт наглашава да буџетске пројекције треба да

се заснивају на реалној, могло би се рећи и опрезној, макроекономској прогнози. Европска комисија је предложила да се програми стабилности заснивају на макроекономским претпоставкама, датим од стране Комисије. Прихваћено решење и даље оставља слободу земљама чланицама да користе своје пројекције, али ако се њихово предвиђање разликује од процене Комисије оне морају то детаљно да образложе.

У корективном делу Пакта, најчешће истицана измена односи се на спецификацију тзв. „осталих релевантних фактора“ у процењивању да ли дефицит прелази референтну вредност. Као што је већ речено, ови фактори укључују примену Лисабонске агенде и политике подстицања развоја, истраживања и иновација, укупно стање јавних финансија и финансијских издатака намењених међународној солидарности, до фискалног оптерећења које се односи на европско уједињење. Мада Пакт јасно одређује да прекорачење дефицита у тим условима треба да буде ограничено и привремено, тако дуга листа релевантних фактора у себи садржи могућност нејасне процене. У превентивном делу Пакта, такође су извршене промене које увећавају комплексност, с обзиром на то да се средњорочни циљеви више не дефинишу *ex ante*, већ их свака земља дефинише у својим програмима на основу заједнички договорених критеријума, који могу бити измењени током времена.

- Елиминисање процикличног дејства. Анализа почетног периода примене Пакта показује да првобитна решења нису обезбеђивала довољно подстицаја за земље да воде здраву (опрезну) фискалну политику у годинама са економском експанзијом, што сужава простор за маневар у време пада привредне активности. Реформисани Пакт о стабилности и расту елиминише карактер процикличности наглашавањем важности макроекономских процена, обавезе предузимања мера консолидације јавних финансија у економски повољним условима и олакшавањем могућности примене клаузуле изузећа. На тај начин се време корекције прекомерног дефицита чини зависним од преовлађујућих цикличних услова. Како би се ограничило проциклично дејство фискалног механизма, било би корисно да се процедура раног упозорења примењује не само у случају када дефицит прети да прекорачи референтну вредности од 3%, већ и у случају погодних економских услова, када се утврди значајно одступање од структурног циља. Међутим, нови Пакт, иако даје извесну надлежност Комисији у погледу раног упозорења, ипак није прихватио ово решење.

- Јачање обавезе поштовања фискалног правила. Свакако најзначајнији недостатак фискалног правила у ЕМУ је спроводљивост. Претходно решење у теорији је често критиковано, будући да су



националне власти биле одговорне за примену фискалног правила и, самим тим, имале јак подстицај да прекорачење буџетског дефицита прикрију од органа ЕУ. Неспремност да се према прекршиоцима правила примене одговарајуће санкције доводи у питање смисао постојања Пакта, као што је то већ показала одлука Савета о непримени корективних мера према земљама прекршиоцима фискалних правила. И у измењеном Пакту, одлуку о томе да се покрене процедура у случају прекомерног дефицита доноси Савет ЕУ, који чине министри финансија држава чланица. Овакво решење у себи садржи потенцијално конфликтну ситуацију, будући да они који су одговорни за очување фискалне стабилности у својим државама треба да одлучују о увођењу санкција према државама прекршиоцима. На тај начин, фискална правила која су оригинално постављена као чврста трансформишу се у мека правила која ублажавају фискалну обавезу.

Решење проблема спроводивости фискалног правила могуће је остварити на један од следећих начина.<sup>181</sup>

(i) Нови пакт садржи одредбе које појачавају спроводљивост али и одредбе које га истовремено слабе. Сам проблем доследне примене настаје због тога што супранационална фискална правила треба применити у односу на суверене земље. Тако, поједини аутори сматрају да би појачавање националног карактера фискалних правила било решење које појачава обавезност с обзиром на то да у том случају постоји већа шанса за њихову примену.<sup>182</sup> Сличан приступ заговара и *C. Wyplosz*, који сматра да увођење фискалних правила и, посебно, контролу њиховог извршења треба поверити националним одборима за фискалну политику. Предложено решење полази од тога да је начин за решавање проблема временске конзистентности у вођењу фискалне политике институционална реформа, која ће бригу о фискалној политици поверити независној институцији чија би се активност заснивала на следећим претпоставкама: а) чланови Одбора треба да буду бирани из реда независних стручњака на период који је довољан да осигура њихову пуну независност, односно који прелази време потребно за реализацију утврђених циљева, б) јасно одређени циљеви који треба да буду остварени у периоду који се поклапа са трајањем пословног циклуса и в) одбор за вођење фискалне политике је снабдевен овлашћењем да одлучи о буџетској равнотежи на бази експлицитне процене раста БДП-а, коју мора уважити и парламент

<sup>181</sup> Више о модалитетима спровођења фискалних правила види: Eichengreen Barry, *Europe, the euro and the ECB: Monetary success, fiscal failure*, „Journal of Policy Modeling“, No.27, 2005, p.434-437.

<sup>182</sup> Buti M. Eijffinger, S, D.Franco, *Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?*, „CEPR Discussion Paper“, No. 3692, 2005.

приликом доношења закона о буџету.<sup>183</sup> Као што је Споразум о ЕУ предвиђао обавезу сваке земље чланице да својим законодавством оснажи независност централне банке, тако исто се у споразуму може уградити одредба која обавезује државе да формирају комитет од независних експерата који би био одговоран за контролу дефицита и примену одговарајуће аутоматске процедуре која би се применила у случају да постоји опасност да се циљеви у погледу буџета не остваре.<sup>184</sup>

(ii) Један од могућих одговора на проблем спровођења фискалних правила је јачање положаја Комисије у поступку у случају прекомерног дефицита. Тако, нацрт Уговора о уставу за ЕУ предузима корак у овом правцу с обзиром на то да Комисија добија надлежност за предузимање мере „раног упозорења“ у случају прекомерног дефицита, за разлику од претходног решења где је Комисија могла само да препоручи доношење таквог упозорења. Поједини аутори могуће решење виде у проширивању надлежности Комисије да предузима и друге мере предвиђене Пактом о стабилности и расту. У основи оваквог схватања је очекивање да ће забрањене корективне мере бити примењене према земљама које се суочавају са прекомерним дефицитом, што ће утицати на те земље да предузимају мере у правцу обезбеђења одрживости јавних финансија. Главни недостатак оваквог решења односи се на питање одговорности. Наиме, државе чланице биле би у позицији да делегирају овлашћење за вођење фискалне политике наднационалном телу тј. Комисији, при чему је она ограничено одговорна јавности.<sup>185</sup> Поред тога, државе чланице нису

<sup>183</sup> Више о овом моделу ограничења у вођењу фискалне политике види: Wyplosz Charles, *Fiscal Policy: Institution versus Rules*, National Institute Economic Review, No191, 2005, p. 79-80.

<sup>184</sup> По речима предлагача, ово решење не би имало проблем демократског дефицита будући да су чланови националних Одбора за фискалну политику изабрани на националном нивоу, што значи и могућност њиховог опозива у случају да не спроводе политику која је социјални и политички прихватљива. Постоје, међутим, озбиљни приговори оваквом решењу. Да би се циљ у вези са висином дефицита одржао, механизам прилагођавања треба да буде такав да под било којим условима онемогући политичарима да одустану од утврђеног циља. Овакве околности у садашњим условима не постоје. Фискалне тешкоће са којим се поједине земље ЕУ суочавају нису у тој мери озбиљне да би грађани ЕУ били спремни да прихвате слабљење политичке контроле над фискалном политиком. Као што то *B. Eichengreen* духовито примећује „лек би био знатно јачи него што то оправдава тежина болести“. Eichengree Barry, *Op. cit.* p. 436.

<sup>185</sup> Комисија представља политичко тело Заједнице, у којем су чланови и одлучивање потпуно независни од воље држава чланица. Члан. 213. (2) уређује независност Комисије, будући да чланови Комисије при вршењу својих дужности

спремне да пренесу надлежност за вођење фискалне политике на наднационалну институцију и због тога што опорезивање и програми јавне потрошње у знатној мери утичу на расподелу, што чини фискалну политику значајнијом чак и од монетарне политике. С обзиром на то да предложено решење подразумева поверавање надзора над фискалном политиком телу које је састављено од независних стручњака, изабраних од стране Комисије, проблем демократског дефицита је јако изражен.<sup>186</sup>

Делотворност реформисаног пакта зависи од политичке воље да се фискално правило примени. Питање ограничавања независности националних држава у вођењу фискалне политике, по *M. Feldstein*-у, не би било актуелно под условом да постојање јединствене валуте не ствара подстицај ка стварању хроничних буџетских дефицита.<sup>187</sup> Комбинација наднационалне монетарне политике са националном фискалном политиком, у себи садржи јак подстицај да се због краткорочних користи жртвује фискална равнотежа.

---

не смеју тражити нити примати упутства од било које владе или другог тела. Истовремено, државе чланице се обавезују да ће поштовати ово начело и да неће покушавати да утичу на чланове Комисије у извршавању њихових задатака.

<sup>186</sup> Чл. 157. Уговора одређује да чланове Комисије предлажу владе држава чланица у договору са именованим председником Комисије.

<sup>187</sup> Види опширније: *Feldstein Martin, The Euro and the Stability Pact*, „Journal of Policy Modeling“, No27, 2005, p.425.

## V ДЕО

### ПРОШИРЕЊЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ЕВРОПСКА МОНЕТАРНА УНИЈА

#### 1. ЕВРОПСКИ ИНТЕГРАЦИОНИ ПРОЦЕСИ

Проширење Европске уније, под којим подразумевамо процес примања у пуноправно чланство нових чланица, се почев од средине прошлог века до данас одвијало у више наврата. До данас је забележено шест таласа проширења ЕУ новим чланицама. До 1. маја 2004. године проширење је најпре текло према северу и према северозападу континента (1973. године чланице постају Данска, Ирска и Велика Британија), затим осамдесетих година чланство стичу Грчка 1981. године и 1986. године Шпанија и Португал, а средином деведесетих година својство чланице стичу Аустрија, Финска и Шведска. Свакако, највећи изазов представља талас проширења ЕУ од 1. маја 2004. године, када је десет земаља стекло својство пуноправног члана. Изазов је утолико већи ако се има у виду да је од укупног броја примљених осам бивших социјалистичких земаља (Чешка Република, Естонија, Мађарска, Летонија, Литванија, Пољска, Словачка и Словенија). Ове земље су успешном трансформацијом својих привреда и испуњењем услова за пријем означиле почетак источноевропског ширења ЕУ. У истом таласу примљене су и две државе са тржишном привредама, (Кипар и Малта), а од 01.01.2007. године, пријемом Румуније и Бугарске, број чланица ЕУ је повећан на 27. Овакав талас проширења ЕУ у први план поставља питање утицаја повећања броја чланица на Европску монетарну унију. Ово утолико пре што су ове земље приступањем у ЕУ, истовремено, изразиле и чврсту опредељеност да у што је могућем краћем року постану пуноправне чланице монетарне уније. Штавише, једној од земаља прикључених 2004. године, Словенији, то је успело почетком 2007. године, тако да ЕМУ данас има тринаест земаља чланица.

Чврсто опредељење за приступање Европској унији и прихватање јединствене валуте присутно је и код земаља југоисточне Европе (Хрватска, Србија, Босна и Херцеговина, Албанија, Црна Гора, Македонија и Албанија) које се, са више или мање успеха, такође укључују у процес придруживања. Оно по чему се процес придруживања ових земаља разликује од ранијег механизма придруживања је у томе што се као основни инструмент користи споразум о стабилизацији и

придруживању. Овај споразум представља нову генерацију споразума о придруженом чланству ЕУ, који поред осталих услова које су садржали европски споразуми, садржи и еволутивну клаузулу, као и одредбе о регионалној сарадњи. Смисао ових одредби је да се земље захваћене ратним сукобима подстакну на јачање регионалне сарадње. Потписивање споразума о стабилизацији и придруживању од стране ових земаља значи да ће у догледно време и ове земље постати чланице Уније.

Проширење Европске уније новим чланицама током 2004. и 2007. године, као и нови таласи проширења који се очекују, може да има значајан утицај на Европску монетарну унију. Уколико као критеријум узмемо положај у односу на Европску монетарну унију, све земље пуноправне чланице ЕУ, као и земље укључене у европске интеграционе процесе, можемо разврстати у следеће групе:

- Земље чланице Европске уније, које су истовремено и чланице монетарне уније (Еуроподручје данас чини 13 земаља, укључујући и Словенију);

- Чланице Европске уније које имају статус држава чланица које су предмет изузећа у односу на чланство у ЕМУ (Велика Британија и Данска);

- Државе чланице ЕУ које су део механизма ЕRM II . Тако је Данска постала део механизма девизних курсева од 1. јануара 1999. године, Литванија и Естонија од 28. јуна 2004. године, а Кипар, Летонија и Малта су прикључене овом механизму почев од 2. маја 2005. године;

- Државе које су прихватиле начело факултативног учешћа у механизму девизних курсева али нису чланице (Шведска), односно државе којима предстоји укључивање у ЕRM II будући да немају могућност да користе клаузулу изузећа (Мађарска, Пољска, Чешка, Словачка, Румунија и Бугарска);

- Група држава које нису чланице ЕУ, али имају својство кандидата за пријем и које су у поступку преговарања (Хрватска, Турска) и земље које су своје односе са ЕУ уредиле потписивањем споразума о стабилизацији и придруживању (Македонија, Албанија), односно којима предстоји потписивање овог споразума (Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина).

Укључивање новопримљених земаља у Европску монетарну унију подразумева сложено процедуру која се реализује у три фазе. Прва фаза обухвата период прилагођавања и приступања до стицања пуноправног чланства у ЕУ. Друга фаза обухвата период након стицања пуноправног чланства и укључивања у механизам девизних курсева ЕRM II. И најзад,

трећу фазу чини увођење земље у еуросистем и прихватање евра као јединствене валуте.<sup>188</sup>

### 1.1. Стицање пуноправног чланства у ЕУ

Основни услови за проширење Европске уније дефинисани су још Римским уговором, а касније потврђени Амстердамским уговором из 1997. године. Прикључење ЕУ уређено је чл. 49. Уговора о ЕУ којим се, такође, предвиђа да свака држава која поштује начела која су заједничка свим државама чланицама (начело слободе, демократије, владавине права, поштовања људских права и основних слобода) може да постане чланица ЕУ. У настојању да институционално уреди предстојећи талас прикључења источноевропских земаља, органи ЕУ 1993. године доносе одлуку којом се дефинишу критеријуми (тзв. Копенхашки критеријуми) које мора да испуне ове земље. Европски савет је на Крфу, јуна 1994. године, позвао Комисију да, у складу са закључцима из Копенхагена<sup>189</sup>, припреми стратегију ЕУ за постепену адаптацију и укључивање земаља Централне и Источне Европе.<sup>190</sup> Критеријуми из Копенхагена имали су за циљ да поставе одговарајући оквир за постепену интеграцију бивших социјалистичких земаља и обухватили су:

а) Политички критеријум - постојање стабилних институција која јамче демократију, правну државу, људска права и поштовање права мањина. То значи да земље које настоје да постану чланице ЕУ морају осигурати ефикасност у раду државних органа, правосуђа, органа локалне самоуправе и др. То, такође, подразумева и да политички критеријуми не буду само декларативно прихваћени, већ укључени у свакодневни живот.

б) Привредне услове - који подразумевају постојање функционалне тржишне привреде. Постојање функционалне тржишне привреде подразумева испуњавање бројних услова који се тичу либерализације цена и трговине, развоја и функционисања правног система, успостављања и очувања макроекономске стабилности, постојања развијеног финансијског

<sup>188</sup> Од свих новопримљених земаља једино је Словенија успела да за три године испуни све услове и да од 01. јануара 2007. године постане тринаеста земља чланица Европске монетарне уније.

<sup>189</sup> На састанку у Копенхагену Европски савет упутио је генералну понуду за прикључење свим државама са којима је Европска заједница закључила уговор о сарадњи, односно придруживању, што је у том тренутку подразумевало дванаест земаља. Више о процесу проширења Европске уније види: Мисита Невенко, *Основи права Европске уније*, Сарајево, 2002, стр.77-85.

<sup>190</sup> Види опширније: Јањевић М, *Op. cit.* стр. 284-285.



сектора и широког консензуса о економској политици. Испуњавање економских критеријума подразумева и прихватање комплементарних регулаторних оквира који ће обезбедити адекватану трговинску политику, политику конкуренције, регулисање субвенција и др.

в) Преузимање правних тековина. (*Acquis communautaire* - француски појам који значи „ЕУ онаква каква јесте“, а обухвата сва права и обавезе држава чланица и институција Европске уније. Правне тековине Заједнице чине укупност свих заједничких права и обавеза које повезују све државе чланице. *Acquis* се стално развијају и обухватају следеће елементе:

- Садржај, начела и политичке циљеве Уговора;

- Примарно законодавство Европске уније, које обухвата: оснивачке уговоре, конвенције између држава чланица и споразуме између Заједнице и трећих држава и међународних организација;

- Секундарно законодавство тј. прописе произашле из Уговора и донете у поступцима одлучивања у институцијама ЕУ-а;

- Упутства и резолуције које усваја Унија;

- Мере које се односе на заједничку спољну и безбедносну политику;

- Мере које се односе на правосуђе и унутрашње послове;

- Међународне споразуме које је склопила Заједница и које су закључиле међусобно државе чланице, а односе се на активности Заједнице.

Прилагођавање и спровођење заједничких правила, норми и политике које чине целокупно законодавство ЕУ, земље кандидати морају у потпуности прихватити будући да се не дозвољава парцијално преузимање. Правне тековине које морају прихватити земље кандидати укључују и циљеве који се односе на политичку, економску и монетарну унију. То значи да земље кандидати морају прихватити *acquis* друге фазе ЕМУ, чак и у случају да оне нису у стању да прихвате евро одмах након приступања. Правне тековине од значаја за монетарну унију укључују: независност централне банке, координацију економске политике, и приврженост одредбама Пакта о стабилности и расту.

За разлику од земаља западне Европе које су имале могућност да одлуче да не приступе монетарној унији, земље које стичу пуноправно чланство по Копенхашким критеријумима не могу да се уздрже од чланства у монетарној унији уколико испуне услове предвиђене Уговором из Мадрихта, који се односе на стопу инфлације, каматне стопе, девизни

курс, буџетски дефицит и ниво бруто задужености државе која се мери висином јавног дуга.<sup>191</sup>

У првој фази, очекује да ове земље испуне критеријуме предвиђене од стране ЕУ. Испуњење ових критеријума ће осигурати да општи економски оквири - укључујући институције и политику - буду компатибилни са институцијама земаља чланица Европске уније. Од земаља кандидата за пријем се, такође, очекује да искажу спремност да у конципирању националне економске политике воде рачуна о циљевима економске и монетарне уније

Стварање европске монетарне уније, и са њом повезане структурне промене у ЕУ, имају директан утицај на монетарну политику која се води у земљама нечланицама. Увођење јединствене валуте за земље нечланице значило је: а) промену главне валуте штедње, б) промену валуте у којој се обрачунава највећи део међународне размене ових земаља и в) промену валуте за коју је везана домаћа девизна политика. Снажно изражена опредељеност источно-европских земаља да се прикључе ЕУ имала је изузетан утицај, посебно када је у питању избор номиналне варијабле која ће вршити улогу сидра стабилизационе политике.<sup>192</sup> За земље нечланице, евро је представљао чврсту упоришну тачку (*currency peg*) у односу на коју се одређује девизни курс јер је реч о валути заједнице која је доминантан спољнотрговински партнер ових земаља. Управо из тих разлога, *P. Masson* наводи да је за земље кандидате евро био знатно боља референтна валута него што је то био случај са дотадашњом доминантном валутом на европском тржишту - немачком марком.<sup>193</sup>

Правне тековине које морају апсорбовати земље кандидати за пријем укључују и многе аспекте који су и те како релевантни за финално приступање еуросистему и увођење евра. Пре свега, то се односи на приврженост земаља кандидата циљевима економске и монетарне уније, које оне треба да примене током процеса придруживања. Усвајање

<sup>191</sup> Опширније о монетарној интеграцији новопримљених земаља чланица види: Hochreiter Eduard, Tavlas S. George, *On the road again: an essay on the optimal path to EMU for the new member states*, „Journal of Policy Modeling“, No. 26, 2004, 793–794.

<sup>192</sup> Иако су у овој фази земље у транзицији водиле различите типове монетарне и фискалне политике, *P. Masson* с правом указује на могућност да се ове земље суоче са јаким притиском у правцу фиксирања девизног курса у односу на евро. *Masson R. P., Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU*, „IMF Policy Discussion Paper“, No. 5, 1999, p. 22.

<sup>193</sup> Види: *Masson R. P., Ibid*, p. 8-9.

поменутих циљева подразумева: (i) либерализацију кретања капитала и успостављање макроекономске стабилности; (ii) забрану било које форме директног финансирања јавног сектора од стране централне банке, укључујући и забрану привилегованог приступа јавног сектора финансијским институцијама; (iii) независност националне централне банке са јасно дефинисаним циљевима. Националним законодавством стабилност цена мора бити одређена као приоритетни циљ централне банке. Такође, у домаће законодавство треба уградити механизам који ће у потпуности спречити појаву утицаја на централну банку у вођењу монетарне политике. То, између осталог, значи и уграђивање таквих одредби којима се обезбеђује персонална, институционална и финансијска независност централне банке.

### 1.2. Вођење монетарне политике у периоду пре стицања пуноправног чланства у ЕУ

Државе које се налазе на путу стицања пуноправног чланства у ЕУ задржавају монетарну сувереност. То значи да оне и даље имају могућност самосталног вођења монетарне политике. Основу те самосталности чине сопствена валута, национална централна банка и самосталност у вођењу девизне политике и одређивању режима девизног курса. Самосталност државе у вођењу девизне политике значи и могућност коришћења девизног курса као инструмента очувања конкурентности у међународним односима, односно његово коришћење у функцији платнобилансног прилагођавања.<sup>194</sup> Наравно, ова самосталност није апсолутна будући да је ограничена обавезом земаља кандидата да монетарну политику воде у правцу стварања услова за макроекономску стабилност.<sup>195</sup> Осим тога, у свим земљама које имају закључене споразуме о придруживању, као и оним које су пред потписивањем таквих споразума, као неспорна вредност прихваћена је самосталност централне банке и стабилност цена као приоритетни циљ монетарне политике, што, такође, представља додатно ограничење. Могло би се рећи да самосталност у вођењу монетарне

<sup>194</sup> Више о функцијама и задацима монетарне политике види: М. Божић, *Економска политика*, Ниш, 2006, стр.139-145.

<sup>195</sup> Такође, ограничења у нивоу монетарне суверености проистичу и из чланства у међународним финансијским организацијама, попут Међународног монетарног фонда и Међународне банке за поравнања. Такође и потписивање уговора о придруживању, односно споразума о стабилизацији и придруживању, намеће одређена ограничења у вођењу монетарне и девизне политике, која поступно постају питање од заједничког интереса.

политике омогућује да се код дефинисања концепта монетарне политике, до извесне мере, уваже економски, институционални и други услови карактеристични за одређену земљу. То значи, да земља може вођењем националне монетарне политике понуду новца и висину каматне стопе одредити према потребама сопствене привреде.

Када је у питању вођење девизне политике, анализа искуства земаља које су током деведесетих година прошлог века имале својство кандидата показује да су земље у настојању да постигну макроекономску стабилност и привредни раст користиле широку скалу режима девизних курсева (види табелу бр.5). Не само да су различити аранжмани коришћени, већ су и они током времена мењани неколико пута у свим земљама, осим у Естонији (која је задржала режим валутног одобра од 1992. године) и Словенији, (која је користила режим управљаног флукутирања девизног курса).

Табела бр. 5.

#### ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ ЗЕМАЉА КАНДИДАТА 2000. ГОДИНЕ

| ЗЕМЉА     | РЕЖИМ ДЕВИЗНОГ КУРСА                                 |
|-----------|--|
| Бугарска  | фиксни девизни курс (валутни одбор)                  |
| Кипар     | фиксни девизни курс +/-2%                            |
| Чешка     | ограничено флукутирајући (таргетирање инфлације)     |
| Литванија | валутни одбор  |
| Естонија  | фиксни девизни курс                                  |
| Летонија  | фиксни   |
| Мађарска  | ограничено флукутирање (циљна инфлација)             |
| Пољска    | пливајући (циљна инфлација)                          |
| Румунија  | ограничено пливајући (коришћење монетарних агрегата) |
| Словачка  | ограничено пливајући (коришћење монетарних агрегата) |
| Словенија | флукутирајући  |
| Малта     | фиксни девизни курс (валутни одбор)                  |

Извор: *International Financial Statistics*, IMF (2002).

Почетком деведесетих година готово све земље користе фиксни девизни курс као номинално сидро које олакшава централној банци да оствари контролу над монетарним растом и обнови кредибилитет монетарних власти. То, даље, води редукцији валутне супституције и олакшава процес ремонетизације, што омогућава да се понуда новца увећава по стопи која је већа од стопе инфлације. Искуство ових земаља у погледу номиналног сидра показује да је *caeteris paribus* фиксни девизни курс у иницијалној фази ефикаснији у елиминисању инфлације и остваривању монетарне и ценовне стабилности у односу на режим флексибилног девизног курса. Прво, девизни курс представља погодну основу за креирање и спровођење конзистентне антиинфлационе економске политике и друго, утиче на инфлациона очекивања у смислу њиховог прилагођавања потезима економске политике. Други, важан, закључак, изведен на основу досадашњег искуства, је да предуго задржавање овог концепта, у условима константно више стопе инфлације у односу на стопу инфлације у земљи сидра, води неизбежној апресијацији реалног курса националне валуте. То је и разлог због чега се земље са фиксним девизним курсом, као номиналним сидром, након успостављене макроекономске стабилности, пре или касније, опредељују за нешто флексибилније валутне аранжмане (клизни паритети или ширење дозвољеног опсега флукутирања - руковођени флексибилни курс), или за друго крајње решење тј. режим валутног одбора у случају земаља које су имале више неуспешних покушаја успостављања стабилности.<sup>196</sup> Обично се режим чврстог девизног курса уводи у земљама које се суочавају са макроекономском нестабилношћу у дужем периоду, па се стабилност остварује увозом ниске инфлације из земље за чију валуту се везује девизни курс. Избор између ова два решења зависи од много фактора. Међу најважнијим су кредибилитет домаће монетарне политике, степен економске и политичке интеграције са осталим земљама, историјско искуство и др.

Избор режима девизног курса се не може посматрати потпуно изоловано од монетарне и укупне економске политике. У предприступној фази, економска политика мора бити окренута остваривању реалне и номиналне конвергенције земље кандидата. У том контексту, девизна политика мора бити таква да подстакне структурна прилагођавања и микроекономску реформу, како би се омогућило „постојање

<sup>196</sup> Види: Wagner Helmut, *Pitfalls in the European Enlargement Process – financial Instability and Real Divergence*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion paper, No.6, 2002, p.4-5.

функционалне тржишне привреде“, која је способна да се суочи са конкуренцијом на заједничком тржишту. Одсуство такве политике водило би озбиљним поремећајима и немогућношћу да се сачува макроекономска стабилност.

У предприступној фази конзистентност економске политике, укључујући и избор адекватног режима девизног курса, је од круцијалне важности. Према извештају главног тела за координацију економске политике у ЕУ, режим девизног курса у овој фази мора да узме у обзир неколико фактора: успостављање макроекономске стабилности, олакшавање процеса транзиције, раст и реалну конвергенцију, припремање за интеграцију у ЕУ и учешће на јединственом тржишту, прилагођавање реалним шокovima, очување спољне равнотеже и прилагођавање приливу капитала.<sup>197</sup>

Једно од питања које је заокупљало пажњу економске теорије тичало се и могућности да земље у овој првој, приступној фази саме одлуче да уведу евро и питање евентуалних последица такве одлуке. Полазећи од искуства земаља пуноправних чланица ЕМУ, анализирају се могуће користи које би имале земље кандидати од напуштање монетарног суверенитета и раног увођења евра као сопствене валуте. Обично се у прилог оваквог решења истиче да у земљама кандидатима за пријем у ЕУ, односно земљама којима предстоји стицање овог својства, већ постоји висок степен валутне супституције, што значи да би увођењем евра ове земље оствариле корист. Поред тога, у корист једностране еуризације износе се следећи аргументи:

- Снижавање висине трансакционих трошкова (трошкова замене једне валуте у другу). Еуризиација подразумева да се државе одричу вођења монетарне и девизне политике и поверавају их Европској централној банци, која контролише количину новца у оптицају а самим тим и инфлацију;

- Елиминисање валутног ризика (ризика који произлазе из апресијације или депресијације домаће валуте). Елиминисање ризика девизних курсева између еуро зоне и земаља које су извршиле "еуризиацију" доприноси смањењу премије за покриће ризика. Смањивање ове премије значи и повећање инвестиција у овим земљама. Овај аспект посебно важан у земљама кандидатима, будући да национална штедња у овим земљама није довољна за подмиривање потреба за капиталом.

<sup>197</sup> Савет ECOFIN чине министри привреде и финансија држава чланица Уније. Министри са састају најмање једном месечно да расправе општа привредна кретања и имају важну улогу приликом усмеравања економске политике.



- Редукцију ризика од спекулативних напада на валуту појединих земаља када оне постану део механизма девизних курсева. У условима слободног кретања капитала, одредба по којој земља пре приступања монетарној унији мора најмање две године да буде у механизму девизних курсева ЕРМ II, може да доведе до високих трошкова, будући да ове земље задржавају високу каматну стопу у жељи да спрече одлив капитала и притисак на девизни курс домаће валуте.

- Брисање разлика између домаћег и страног дуга, што значи да се држава може транспарентно и под једнаким условима задуживати било где, чиме се директно смањује трошак задуживања.

Поред тога, у економској теорији се истиче да би се раном еуризаацијом деловало у правцу смањења каматне стопе, као и да би се на тај начин омогућио приступ неограниченој ликвидности, односно подстакао развој тржишта капитала. Такође, очекивана корист је интеграција у европски простор, веће стране директне инвестиције и др.<sup>198</sup>

## 2. НОВОПРИМЉЕНЕ ЗЕМЉЕ ЧЛАНИЦЕ И ЕМУ

Према акту о условима приступања<sup>199</sup>, новопримљене земље у односу на Европску монетарну унију имају статус земаља које су изузете од учешћа у трећој фази (клаузула дерогације). Другим речима, након приступања Европској унији, нове државе чланице не преносе свој монетарни суверенитет.

Друга фаза у приступању ЕМУ обухвата период од тренутка када земља кандидат постане пуноправна чланица ЕУ до тренутка када се укључује у еуросистем и уводи евро као заједничку валуту. У погледу услова које земље кандидати морају да испуне да би постале део монетарне уније, акти Европске уније предвиђају оне услове који су дефинисани за трећу фазу стварања ЕМУ. Земље кандидати морају да испуне економске и правне критеријуме. Правни критеријуми подразумевају уграђивање свих *acquis communautaire* који се односе на монетарну, финансијску и банкарску политику усвојену на нивоу ЕУ, као

<sup>198</sup> Више о користима раног прихватања евра види: Nuti Mario, *The Costs and Benefits of Euro-isation in Central- Eastern Europe before or instead of EMU Membership*, Centre for New and Emerging Markets, No. 6, 2000, str. 8-12, као и Никић Горажд, *Смијемо ли се већ сада одрећи монетарног суверенитета?* у: Дујшин У.и Ведриш М, „Економска политика у републици Хрватској“, IV измењено издање, Загреб, 2005, стр. 127-131.

<sup>199</sup> Споразум о придруживању потписан је у Атини 06. априла 2003, ОЈ, 2003, Л 236/1.

и правне инструменте прихваћене од стране Европског система централних банака. Поред правних, државе кандидати, које желе да постану чланице ЕМУ, морају да испуне и четири економска критеријума, на основу којих се процењује ниво конвергенције (изражене у номиналном изразу) привреда новопримљених земаља чланица. Као што је познато, ови економски критеријуми односе се на стабилност општег нивоа цена, буџетску равнотежу, стабилност девизног курса и конвергенцију дугорочне каматне стопе.

Једнак третман у примени ових критеријума држава које су прихватиле евро и осталих држава обезбеђен је на следећи начин.<sup>200</sup>

- Стриктном интерпретацијом критеријума конвергенције, која има за циљ да пријем у монетарну унију ограничи само на оне државе чланице које су у стању да обезбеде стабилност цена и одрживост европског монетарног подручја;

- Ови критеријуми дефинисани су примарним комунитарним правом, што онемогућава било какву промену од стране држава које су прихватиле евро;

- Измене номиналних вредности подразумевају једногласну одлуку ЕУ Савета, који чине представници свих држава чланица.<sup>201</sup>

### 2.1. Поступак пријема нових чланица ЕУ у монетарну унију

Поступак пријема земаља чланица ЕУ у еурозону регулисан је чланом 122. УоЕЗ. Одлуку о пријему доноси Европски савет, на основу извештаја о конвергенцији који је припремила Комисија и Европска централна банка, након консултовања Европског парламента и расправе на Савету, који се састаје на нивоу шефова држава или влада. Одлуку о пријему државе чланице у Еуросистем Савет доноси квалификованом, двотрећинском, већином. Интересантно је да о укидању изузећа према односним државама чланицама, односно у доношењу одлуке о пријему учествују и државе које нису чланице монетарне уније.

Новопримљене земље чланице немају могућност да се определе за опцију неучествовања у трећој етапи ЕМУ. Ова могућност дерогације у

<sup>200</sup> Allemand Frederic, *The Impact of the EU Enlargement on Economic and Monetary Union: What Lessons Can be Learnt From the Differentiated Integration Mechanisms in an Enlarged Europe?*, „European Law Journal“, Vol 11, No.5, 2005, p. 590-596.

<sup>201</sup> Чл. 6. Протокола о критеријумима конвергенције предвиђа да Савет доноси одлуку једногласно, на предлог Комисије, а после консултовања Европског парламента, ЕЦБ и Економског и финансијског комитета.

погледу чланства у монетарној унији дата је Великој Британији и Данској, према одредбама релевантних протокола анексираних Уговору.<sup>202</sup> Међутим, док је прихватање евра обавезујуће за новопримљене државе, време и стратегија политике која ће водити ка увођењу евра представља одговорност и надлежност држава чланица. У том смислу, законодавство ЕУ предвиђа обавезу Комисије и Европске централне банке да сваке друге године подносе извештај о конвергенцији држава нечланица и о извршавању обавеза држава чланица у складу са процедуром предвиђеном чланом 121. (1) УоЕЗ. С друге стране, могуће је и да новопримљена земља сама покрене процедуру треће фазе на сопствену иницијативу.

Земље које не испуњавају критеријуме конвергенције су за све то време искључене из процеса доношења одлука које се односе на ЕМУ. Области у којима су државе, које нису чланице монетарне уније, изузете из одлучивања дефинисане су чл. 122. (3) и (4), као и поглављем IX Статута ЕЦБ (чл. 43 до чл. 53). Наравно, искључење ових држава је много израженије у питањима која се тичу монетарне, а не укупне економске политике. Последице искључења су делимично ублажене чињеницом да су све земље чланице, или њихове националне централне банке, делимично укључене у процес доношења одлука. То им омогућава да буду информисане о развоју који се односи на правне тековине у овој области.

У погледу економског аспекта, државе које нису чланице монетарне уније искључене су једино у случају доношења одлука о увођењу санкција у случају прекомерног дефицита.<sup>203</sup> То значи да ове државе учествују у готово свим одлукама које се тичу смерница за вођење економске политике и прихватања одговарајућих мера помоћи. Према члану 122. (2), (3) и (5) УоЕЗ државе које су изузете из ЕМУ нису обухваћене применом чланова које се односе на:

- вођење јединствене монетарне политике у трећој фази од стране Европске централне банке;

- овлашћење Европске централне банке да једина доноси одлуке о емисији новца;

<sup>202</sup> Према Протоколу бр. 25 о неким одредбама које се односе на Уједињено краљевство Велике Британије и Северне Ирске и Протокол бр. 26 о неким одредбама које се односе на Данску, одредбе Уговора које се односе на ЕМУ не примењују се у односу на ове две земље. То, такође, значи да извештај о конвергенцији ових земаља може бити сачињен једино по захтеву ових земаља.

<sup>203</sup> При томе, треба имати у виду да је Уговор из Нице унео одговарајуће промене у начину гласања кад је у питању процедура у случају прекомерног дефицита. Једногласност је замењена квалификованом већином и појачан надзор над применом буџетских правила.

- доношење одлука о стопи конверзије по којој евро неповратно замењује валуту држава које су ушле у евро зону; усвајање мера које су потребне за увођење евра, као и девизном курсу;

- вршење регулаторне моћи и предузимање санкција од стране ЕЦБ.

### 2.1.1. Номинална конвергенција земаља чланица ЕУ

Кључно питање са којим се суочавају новопримљене земље чланице ЕУ није да ли ће, већ када ће постати пуноправне чланице монетарне уније. Другим речима оне су обавезне да постану чланице монетарне уније, што значи да од момента стицања својства чланице ЕУ морају предузимати мере у правцу испуњења критеријума конвергенције. Када је у питању испуњење економских критеријума, у редовном извештају за 2006. годину они су одређени на следећи начин. У погледу стабилности цена, одредба чл. 121. (1) и чл. 1. Протокола о конвергенцији о референтној вредности стопе инфлације која не прелази 1,5%, стопа инфлације коју имају три државе чланице са најбољим резултатима на плану стабилности цена у извештају је одређена на следећи начин: Пољска (1,2%, Финска (1,2%) и Шведска (1,5%) што значи да је просечна вредност 1,3% што, када додамо 1,5 %, доводи референту вредност на 2,8%. Према подацима датим у табели бр. 6. у погледу критеријума стабилности цена четири земље су имале годишњу стопу инфлације нижу од референтне вредности (Пољска, Кипар, Чешка и Шведска), док су остале имале инфлацију изнад ове вредности, при чему је највеће одступање забележено у Естонији, Летонији и Словачкој. За бивше социјалистичке земље, иначе, на почетку процеса транзиције била је карактеристична изузетно висока стопа инфлације која се током деведесетих година континуирано смањивала. У таквим условима, остварен је динамичан привредни раст захваљујући дејству неколико фактора. Прво, успостављање макроекономске стабилности и спровођење структурних реформи током деведесетих година, убрзало је раст бруто домаћег производа. Брзи привредни раст остварен је захваљујући значајном приливу страних директних инвестиција у већини земаља и са њима повезаним приливом нове технологије, што је утицало на повећање продуктивности. Такође, ниже каматне стопе, већа доступност кредита и учвршћивање веза са ЕУ допринеле су смањивању јаза у висини БДП-а ових земаља и земаља ЕУ.

Оно што је такође видљиво односи се и на постепени пораст стопе инфлације почев од 2004. године. На дуги рок, хватање корака са Европском унијом има утицај на инфлацију или номинални девизни курс,

посебно у земљама са БДП *per capita* знатно нижим у односу на евро подручје. У погледу буџетских перформанси, подаци дати у табели бр. 6. показују да су у 2005. години три земље забележиле буџетски суфицит

Табела бр.6.

#### ЕКОНОМСКИ ИНДИКАТОРИ НОМИНАЛНЕ КОНВЕРГЕНЦИЈЕ

|          |      | НЦР<br>Инфлација <sup>1</sup> | Дугорочна<br>каматна<br>стопа <sup>2</sup> | Буџет<br>дефицит<br>или<br>суфицит <sup>3</sup> | Висина<br>јавног дуга <sup>4</sup> |
|----------|------|-------------------------------|--|---|------------------------------------|
| Чешка    | 2004 | 2,6                           | 4,8  | -2,9  | 30,7                               |
|          | 2005 | 1,6                           | 3,5  | -3,6  | 30,4                               |
|          | 2006 | 2,2                           | 3,8  | -3,5  | 30,9                               |
| Естонија | 2004 | 3,0                           | -  | 2,3   | -                                  |
|          | 2005 | 4,1                           | -  | 2,3   | -                                  |
|          | 2006 | 4,3                           | -  | 2,5   | -                                  |
| Кипар    | 2004 | 1,9                           | 5,8  | -4,1  | 70,3                               |
|          | 2005 | 2,0                           | 5,2  | -2,3  | 69,2                               |
|          | 2006 | 2,3                           | 4,1  | -1,9  | 64,8                               |
| Летонија | 2004 | 6,2                           | 4,9  | -0,9  | 14,5                               |
|          | 2005 | 6,9                           | 3,9  | 0,1   | 12,1                               |
|          | 2006 | 6,7                           | 3,9  | -1,0  | 11,1                               |
| Мађарска | 2004 | 6,8                           | 8,2  | -6,5  | 59,4                               |
|          | 2005 | 3,5                           | 6,6  | -7,8  | 61,7                               |
|          | 2006 | 3,5                           | 7,1  | -10,1   | 67,6                               |
| Малта    | 2004 | 2,7                           | 4,7  | -5,0  | 74,9                               |
|          | 2005 | 2,5                           | 4,6  | -3,2  | 74,2                               |
|          | 2006 | 3,1                           | 4,3  | -2,9  | 69,6                               |
| Пољска   | 2004 | 3,6                           | 6,9  | -3,9  | 41,8                               |
|          | 2005 | 2,2                           | 5,2  | -2,5  | 42,0                               |
|          | 2006 | 1,2                           | 5,2  | -2,2  | 42,4                               |
| Словачка | 2004 | 7,5                           | 5,0  | -3,0  | 41,6                               |
|          | 2005 | 2,8                           | 3,5  | -3,1  | 34,5                               |
|          | 2006 | 4,3                           | 4,3  | -3,4  | 33,0                               |

1) Годишња стопа инфлације у %, за 2006. односи се на период нов.2005 - окт.2006; 2) у % на годишњем нивоу, за 2006. односи се на период нов.2005 до окт.2006; 3) у % у односу на БДП-у, за 2006 пројекција Европске комисије; 4) удео у % у БДП; Извор:ЕЦБ, Еуростат и European Commission.

(Естонија, Летонија и Шведска), а шест су се суочиле са буџетским дефицитом. При томе, у две земље (Кипар и Пољска) забележен је дефицит испод референтне вредности дефинисане актима ЕУ, а у четири земље (Чешка Република, Мађарска, Малта и Словачка) забележен је дефицит изнад 3% БДП-а. У погледу висине јавног дуга, три земље су у

2005. години имале коефицијент задужености изнад референтне вредности од 60%, док је у осталим земљама висина јавног дуга била испод 50%. Стање у 2005. години, и посебно процене за 2006. годину, у први план стављају потребу даљег фискалног прилагођавања, посебно у оним земљама које се суочавају са прекомерним дефицитом. Ове земље морају свести висину буџетског дефицита у границама референтне вредности, у што је могуће краћем року. С друге стране, и земље које имају буџетски дефицит испод референтне вредности морају предузети мере фискалне консолидације у настојању да остваре средњорочну буџетску равнотежу, на начин како је то дефинисао Пакт о стабилности и расту.

Током периода од новембра 2005. до октобра 2006. године референтна вредност у погледу дугорочне каматне стопе износила је 6,2%.<sup>204</sup> У односу на референтни период седам земаља чланица је (Чешка, Кипар, Летонија, Малта, Пољска, Словачка и Шведска) имало просечну дугорочну каматну стопу испод референтне вредности (види табелу бр.6.). Поред ових критеријума, предмет извештаја о конвергенцији су и други фактори: ниво интеграције тржишта, стање и развој биланса текућих трансакција, процена јединичних трошкова рада и осталих индикатора цена.<sup>205</sup>

Поред економских критеријума, земље чланице ЕУ морају да испуне и правне критеријуме. Они се, првенствено, односе на:

- Компатибилност националног законодавства којим је уређен полагај централне банке са одредбама Уговора и Статута у погледу независности врховне монетарне институције и приоритетног циља за чију реализацију је одговорна централна банка. Земље чланице ЕУ морају усагласити своје законодавство са стандардима у погледу независности централне банке. Придруживање ових земаља значи и да се њихове централне банке укључују у европски систем централних банака, а њихови гувернери постају део Генералног савета ЕЦБ.<sup>206</sup> Према одредбама Уговора (чл.109.), свака држава чланица води рачуна о сагласности свог националног законодавства, укључујући и законодавне оквире у којима делују националне централне банке. Према одредбама Уговора и Статута, гувернери централних банака држава чланица ЕУ за које важи клаузула

<sup>204</sup> Обрачуната је тако што се 2 % додаје на непондерисани аритметички просек дугорочне каматне стопе у три земље које су узете у обзир код обрачуна референтне вредности инфлације као критеријума у погледу стабилности цена (Шведска 3,7%, Финска 3,7% и Пољска 5,2%).

<sup>205</sup> Види: Convergence Report, ЕЦБ 2006, стр. 15-21.

<sup>206</sup> Према чл. 45. Статута Генерални савет сачињавају председник и потпредседника ЕЦБ као и гувернери националних централних банака.



дерогације чине Генерални савет ЕЦБ. Реч је о привременом телу које према чл. 123. (3) постоји све док има држава чланица које су предмет изузећа. Генерални савет је дизајниран као трећи орган одлучивања ЕЦБ. Надлежност овог тела је ограничена и односи се на све оне функције које треба обављати док постоје државе које су предмет изузећа. Једним делом су то послови преузети од Европског монетарног института и односе се припремне радње карактеристичне за трећу фазу приступања ЕМУ, док су остале функције повезане са жељом да се националне централне банке државе које су предмет изузећа укључе у послове које обавља Европска централна банка. Чланом 47. (1) и (2) прецизирани су послови чијим обаљањем Генерални савет помаже у обаљању послова ЕЦБ: саветодавна функција, прикупљање статистичких података, припрема извештаја о активностима, утврђивање стандарда за израду рачуна и извештаја националних централних банака, кључ расподеле за упис капитала ЕЦБ, постављање услова у погледу запошљавања ЕЦБ особља и др. Проширење ЕУ почетком 2004. године утицало је на ЕЦБ да развије и неформалне облике сарадње са националним централним банкама на којима долази до размене мишљења и јачања заједничког приступа питањима са којима се суочавају.

Иначе, као један од начина за постизање сагласности националног законодавства са одредбама европског је и обавеза консултовања ЕЦБ од стране институција Заједнице и држава чланица о нацртима закона из њене надлежности.<sup>207</sup> При томе, када процењује правне критеријуме конвергенције, Европска централна банка није ограничена само на формалну процену одредби националног законодавства већ такође разматра и примену релевантних одредби у складу са одредбама Уговора и Статута. Другим речима, независност предвиђена законом само је један од елемената који одређује независност централне банке и која у стварности не мора бити у потпуности остварена. Степен стварне, суштинске независности разликује се од законске јер увек постоји простор за различите интерпретације, а самим тим и за поступања која су супротна концепту независне банке. Ниво стварне независности често одступа од формалне. Услед дејства бројних фактора, актуелна независност централне банке може бити знатно мања од степена формалне независности, мада је могуће, када су у питању развијене тржишне

<sup>207</sup> Одлуком Савета је предвиђено да државе чланице морају да предузму мере потребне за испуњење обавезе у погледу сагласности са комунитарним законодавством. Council Decision 98/415/EC od 29.juna 1998. on consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions, OJ L 1, 189, 03.07.1998, p. 42.

привреде да централна банка има већу стварну независност у поређењу са степеном њене правне независности.

- Примену *acquis communautaire* у финансијској области. Други важан критеријум конвергенције односи се на примену правних тековина Уније у финансијској области. У складу са Копенхашким критеријумима, ове земље биле су у обавези да преузму тековине још у фази која је претходила стицању пуноправног чланства у Унији. То, између осталог, подразумева укључивање највећег дела законодавства ЕУ из области банкарства, осигурања и инвестиционих услуга, система платног промета, обезбеђења потраживања. На пример Упутство о банкама,<sup>208</sup> затим Упутство о координацији закона, регулативе и административних одредби који се односе на организације за колективно улагање у хартије од вредности (*UCITS*)<sup>209</sup>, Упутство о коначном извршењу плаћања и наплате хартија од вредности,<sup>210</sup> обезбеђењу потраживања,<sup>211</sup> реорганизацији и ликвидацији осигуравајућих предузећа.<sup>212</sup> Ова Упутства су обавезујућа за државе чланице ЕУ, при чему се земљама чланицама оставља слобода у погледу избора облика и средстава њиховог спровођења, односно извршења. Ова слобода подразумева слободу избора најповољнијег инструмента примене (процедурална дискреција) и слободу избора садржине (материјална дискреција).<sup>213</sup> Два су основна разлога због

<sup>208</sup> Consolidated Banking Directive-Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the take-up and pursuit of credit institutions, Official Journal L 126, 26.05.2000, p. 1. Ово Упутство последњи пут је измењено и допуњено Упутством 2004/69/EC, Official Journal L 125, 28/4/2004, p.44).

<sup>209</sup> Directive 2001/108/EC European Parliament and of the Council of 21 January 2002, amending Council Directive 85/611/EEC on coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undrtakings for collective investment i transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS, Official Journal L 166,11/06/1998, p.45-50.

<sup>210</sup> Settlement Finality Directive (Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 may 1998) on settlement finality in payment and securities settlement systems, Official Journal L 166, 11/06/1998, p.45-50.

<sup>211</sup> The Financial Colateral Directive (Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 june2002) on financial colateral arrangements, Official Journal L 168,27/06/2002, p.43-50.

<sup>212</sup> Winding-up Directive (Directive 2001/17/EC of the European Parliament and of the Council of of 19 march 2001) on the reorganization and winding-up of insurance undretakings, Official Journal L 110, 20/04/2001, p.28-39.

<sup>213</sup> Више о секундарним изворима права види: Вукадиновић Радован, *Op. cit.*, стр. 114-119.

којих постоји јак интерес ЕЦБ да се ова Упутства уграде у законодавство националних држава: (i) стварање амбијента погодног за примену инструмената монетарне политике, будући да земље чланице тј. њихове финансијске институције имају могућност добијања кредита, уколико су испуњени одговарајући услови.<sup>214</sup> (ii) други разлог представља стабилност финансијских институција и тржишта, с обзиром на то да је један од задатка о чијој реализацији води рачуна ЕЦБ допринос финансијској стабилности.

- Усаглашавање са осталим одредбама споразума које су битне са становишта вођења монетарне политике. Поред инкорпорирања правних тековина у законодавство, државе чланице су у обавези да створе услове за примену одредби Уговора које су од значаја за вођење економске политике у Унији, а посебно за монетарну политику и јединствену валуту. Ова обавеза се, пре свега, односи на слободно кретање капитала,<sup>215</sup> забрану монетарног финансирања<sup>216</sup> и повлашћеног кредитирања.<sup>217</sup> Од момента прикључења десет нових земаља Европској унији, у оквиру прихватања правних тековина ЕУ, оне су обавези да своју фискалну политику усагласе са принципима буџетске политике а у складу са Пактом о стабилности и расту. Тако је 12. маја 2004. године Комисија иницирала процедуру у случају прекомерног дефицита против новопримљених земаља чланица Кипра, Мађарске, Малте, Пољске, Чешке Републике и Словачке.

Као што је већ речено, земље које су од 01. маја 2004. године постале чланице ЕУ, док не испуне услове за пуноправно чланство у ЕМУ, имају статус кандидата са изузећем (дерогацијом). Земље са оваквим статусом су обавези да политику девизног курса воде као питање које је од заједничког интереса и имају могућност да саме одлуче када ће се одредити за учешће у механизму девизних курсева ЕRM II.

### 2.1.2. Процес реалне конвергенције

Једно од питања које се поставља у вези са приступањем чланица ЕУ монетарној унији тиче се потенцијалног *trade-off*-а између процеса

<sup>214</sup> На пример чл. 18 Статута ЕЦБ захтева да кредитне операције буду обављане уз одговарајуће средство обезбеђења.

<sup>215</sup> чл. 56 Уговора о ЕЗ.

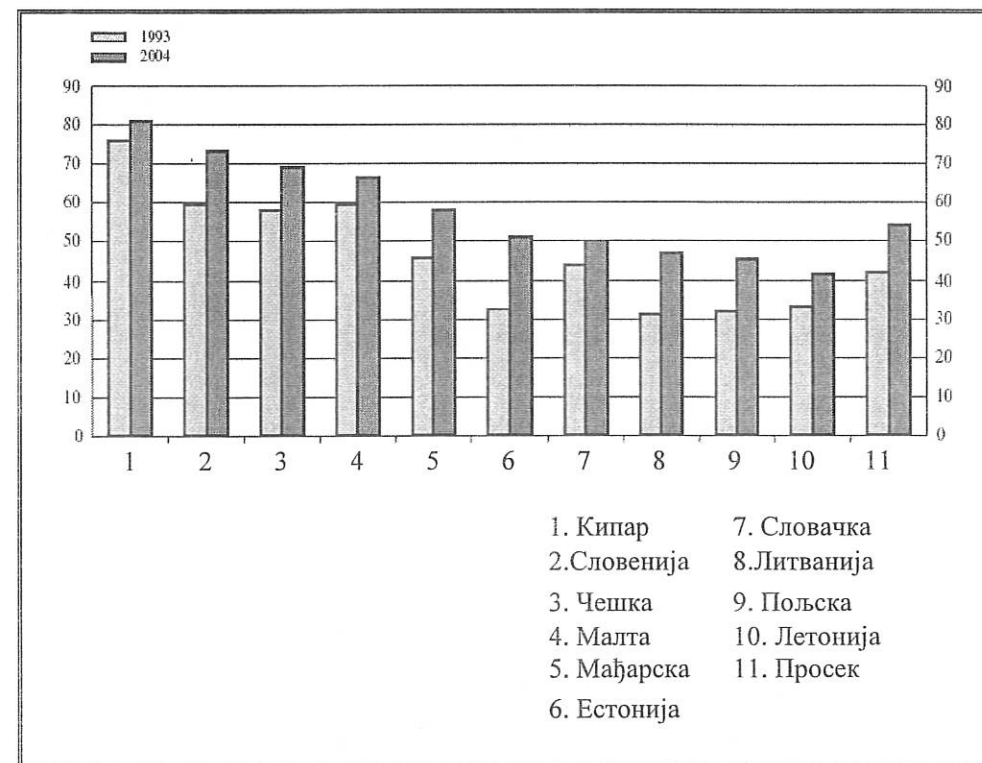
<sup>216</sup> чл.101. Уговора који је додатно појашњен Уредбом Савета - Council Regulation (EC) No 3603/93 of 13 December 1993.

<sup>217</sup> чл. 102. Уговора које је додатно појашњен Уредбом Савета - Council Regulation (EC) No 3604/93 of 13 December 1993.

реалне и номиналне конвергенције. Наиме, поједини аутори доводе у питање способност ових земаља да симултано остваре ниску инфлацију, стабилност номиналног девизног курса, консолидовано стање у буџету и довољно брзи економски раст. Врло често се у литаратури истиче да ове

Слика бр.4.

### РЕАЛНИ ДОХОДАК НОВОПРИМЉЕНИХ ЗЕМАЉА (БДП *per capita* изражен у PPP, % у односу на европски просек)



Извор: ЕЦБ, Eurostat and European Commission (EC), 2004 data EC Services projections.

земље треба да дају приоритет привредном расту и сустизању у погледу нивоа развијености земаља чланица ЕУ, а да тек у каснијој фази треба да се посвете питањима номиналне конвергенције.<sup>218</sup> На пример, брзо

<sup>218</sup> Tuma Zdenek, *Monetary Policy Towards E(M)U Accession: A Central Banker's View*, „Atlantic Economic Journal“, Vol.31, No.4, 2003, p. 297-299.

обарање инфлације, вођењем рестриктивне монетарне политике, по правилу, је праћено успоравањем привредног раста. Такође, бржи привредни раст, вероватно, доводи до апресијације реалног девизног курса, што, практично, чини немогућим да се истовремено оствари и врло ниска инфлација са потпуном стабилношћу номиналног девизног курса. Насупрот становишту које доводи у питање могућност остваривања номиналне и реалне конвергенције, стоји становиште које полази од тога да ова два процеса нису инкомпатибилна, али да они имају сасвим различит временски хоризонт. Тако се истиче да је номинална конвергенција остварива на средњи рок, док је реална конвергенција по својој природи дугорочан процес.

Као што се може видети из слике бр.4, у односу на деведесете, новопримљене земље чланице постигле су одређене резултате на плану приближавања просеку ЕУ-15 али то, свакако, није битно смањило јаз између њих. Привреде новоприкључених земаља карактерише постојање тзв. структурних слабости:

- постојање дефицита у билансу текућих трансакција (4,3% БДП-а у 2001. години и према проценама 4,6% за 2005. годину);

- висока стопа незапослености (просечна стопа износи 14,5% у поређењу са 8% просека за ЕУ 15), што чини нужном реформу тржишта рада;

- непостојање одговарајућег система социјалног и пензионог осигурања;

- преобиман и нефлексибилан систем јавних финансија.

Када је у питању сустизање у развоју, подаци у табели бр.7. показују да је, са изузетком Словеније, новопримљеним земљама потребно доста година (Мађарској 11, а Румунији чак 34), да достигну 75% од просечног БДП *per capita* у ЕУ-15. Значајне разлике између нивоа реалне и номиналне конвергенције ометају ефикасно функционисање Европске монетарне уније. Остваривање дубље економске интеграције и укључивање држава чланица у еуро подручје могуће је под условом да њихова привреда у потпуности оствари критеријуме конвергенције у реалном и номиналном изразу. Због тога се, с правом, у извештају Европске комисије наглашава да је „висок степен одрживе реалне и номиналне конвергенције између земаља чланица од суштинске важности за нормално функционисање ЕМУ“.<sup>219</sup> Штавише, члан 121. (1) УоЕЗ прописује да Комисија и Европска централна банка у свом извештају

<sup>219</sup> Vidi: Commission, *EMU after 5 years*, European Economy Special Report, 15. July 2004.

разматрају у „којој мери је достигнут висок степен трајне конвергенције сваке државе чланице у односу на постављене критеријуме“. Без

Табела бр. 7.

ПРИБЛИЖАВАЊЕ НОВОПРИМЉЕНИХ ЗЕМАЉА ПРОСЕЧНОМ  
НИВОУ РАЗВИЈЕНОСТИ ЕУ -15  
БДП *per capita* у PPP доларима

|           | 1996 | 2000 | 2004 | Године потребне за<br>достизање 75% БДП -<br>ЕУ 15 |
|-----------|------|------|------|--|
| Бугарска  | 25   | 24   | 31   | 31   |
| Чешка     | 65   | 60   | 68   | 15   |
| Естонија  | 33   | 38   | 48   | 19   |
| Мађарска  | 47   | 52   | 64   | 11   |
| Летонија  | 26   | 29   | 36   | 27   |
| Литванија | 29   | 29   | 35   | 31   |
| Пољска    | 36   | 39   | 45   | 33   |
| Румунија  | 33   | 27   | 33   | 34   |
| Словачка  | 46   | 48   | 56   | 20   |
| Словенија | 66   | 72   | 85   | 1  |

Извор: Economic Surveys of Europe, ECE UN 2002, No.1,

остваривања ова два облика конвергенције, било би немогуће вођење монетарне и девизне политике од стране ЕЦБ, које би подједнако биле погодне како за тзв. „зреле“ привреде (земље чланице еурозоне), тако и за оне привреде које су још увек у фази „сустизања“ и које карактерише виша стопа инфлације (новопримљене земље чланице).<sup>220</sup> Наиме, ефекти монетарне политике неће бити подједнаки у земљама које се по економским перформансама знатно разликују.

<sup>220</sup> Harrod-Balassa - Samuelson ефекат објашњава како је сустизање животног стандарда у земљама са нижим степеном развоја праћено апресијацијом реалног девизног курса њихове валуте. Основни механизам овог ефекта је условљен бржим растом продуктивности, а самим тим и висине зарада у секторима који су изложени међународној конкуренцији, који се преносе на раст зарада и у секторима који нису изложени међународној конкуренцији и где нема раста продуктивности.



У теорији се посебно анализирају ефекти монетарне политике у монетарној унији која би обухватила земље које се по економским показатељима значајно разликују. То нас доводи до проблема дивергенције у трансмисији монетарне политике. Наиме, што су већа одступања појединих земаља од просека, снижава се степен адекватности политике, скројене по мери просека земаља чланица, што уједно значи да се земље, које одступају од просека, суочавају са учесталим променама стопе инфлације и стопе привредног раста. Решење ових негативних ефеката је у посвећивању знатно веће пажње земљама које одступају од просека и у којима је трансмисија монетарне политике асиметрична.<sup>221</sup> Међутим, то подразумева да носиоци монетарне политике у потпуности познају трансмисиони процес. Будући да се ове земље налазе у сред процеса реструктурирања, трансмисија монетарне политике у таквим условима не само да је асиметрична већ је и непозната. Европска централна банка не може у потпуности да зна какве ће ефекте на реалне варијабле изазвати мере монетарне политике. Логичан одговор централне банке на растуће непознанице је да не поступа агресивно у случају економских поремећаја. Ово због тога што разлози опрезности налажу да се, у условима када је дејство „лека“ непознато, терапија примењује поступно. Присутна асиметрија и неодређеност трансмисије монетарне политике имплицира да ће ЕЦБ водити мање активну монетарну политику у односу на ону коју је водила у прошлости.<sup>222</sup> Промене у акцији централне банке ће, свакако, изазвати и одговарајуће консеквенце на финансијском тржишту и у понашању приватног сектора. Такође се може очекивати да би приватни економски актери регистровани неспремност заједничке централне банке да енергично реагује на економске поремећаје, односно да интервенише у условима пораста зарада и цена.

Проширење монетарне уније земљама које нису оствариле реалну конвергенцију, не само да може да доведе до већих непознаница у трансмисији монетарне политике, већ и акције органа одлучивања ЕЦБ чине мање предвидивим.

<sup>221</sup> Види опширније о асиметрији у трансмисионом механизму монетарне политике: Benigno P, *Optimal Monetary Policy in a Currencs Area*, „American Economic Revey“, No. 57, 2004, p. 419-425.

<sup>222</sup> Више о могућим слабостима у вођењу монетарне политике види: Hefeker Carsten, *The Monetary Policy Consequences of Enlargement*, „Focus“, 2006, p.17.

## 2.2. Промене у начину одлучивања ЕЦБ

У настојању да припреми институције Европске уније за предстојеће проширење, Европски савет на састанку у Ници 2000. године усвојио је измене и допуне Уговора о Европској Унији. У делу који се односи на Европску монетарну унију, Уговор из Нице<sup>223</sup> (чл.5) допуњује члан 10. Статута ЕЦБ новим 6. ставом којим је дата могућност Савету, који заседа на нивоу шефова држава или влада да, одлучујући једногласно, на препоруку ЕЦБ и уз претходно консултовање Европског парламента, може допунити одредбу чл. 10. (2) којом се одређује начин гласања у органима Европске централне банке.

Основни мотиви овакве одлуке огледају се у следећем. Савет гувернера, као најважнији орган система ЕЦБ, пре проширења се састојао од 6 чланова Извршног одбора, и гувернера националних банака које су усвојиле еуро, што је чинило укупно 18 чланова. Свако од њих имао је право гласа. Без реформе, Савет гувернера би могао на крају процеса проширења да има најмање 33 чланова. Овако велики број чланова онемогућио би најважнији орган одлучивања ЕЦБ да доноси одлуке ефикасно и правовремено. Реформа начина одлучивања извршена је Одлуком Савета ЕУ.<sup>224</sup> Сама реформа подразумева ограничавање броја гласова на број мањи од броја чланова Савета гувернера. У начину одлучивања уводи се тзв. систем ротације. Изабрани систем се заснива на пет конститутивних елемената:

- принцип један члан један глас и даље представља основу система одлучивања Савета гувернера и важи за све чланице овог тела;
- све чланице учествују у раду Савета гувернера у пуном капацитету, независно од тога да ли имају право гласа или то право немају;
- прилагодљивост постављеног система ротације на проширење броја чланица еуроподручја са садашњег (у време доношења одлуке 12 чланица) на максималан број;
- способност постављеног система да у потпуности елиминише ситуације у којима ће право гласа припасти само оним државама

<sup>223</sup> Уговор из Нице о измени Уговора о Европској унији, Уговора о оснивању Европских заједница и неких пратећих аката, OJ C 80/01.

<sup>224</sup> Council Decision of the Council, meeting in the Composition of the Heads of State or Government of 21 March 2003 on an amendment to Article 10.2 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, 2003/223/EC, OJ L 83/2003.

чланицама које узете заједно не репрезентују привреду еуро-подручја у целини;

- транспарентност система ротације.

Промене у систему одлучивања извршене су тако да разврставање гувернера земаља чланица монетарне уније и приписивање одређеног броја гласова овим групама обезбеђује да гувернери који учествују у доношењу одлука, узети заједно, репрезентују привреду еуро-подручја у целини. Учесталост учешћа гувернера појединих група у доношењу одлука зависи од величине њихових привреда, које се мери учешћем у укупном БДП-у земаља чланица монетарне уније изражен у потрошачким ценама. Изражавање релевантности привреде појединих земаља применом овог критеријума је адекватно, будући да је утицај одлука које доноси централна банка израженији у земљама веће економске снаге. Други критеријум од којег зависи ниво учесталости гласања, тиче се снаге финансијског сектора земаља чланица и изражава се величином укупног биланса финансијских институција земаља које су прихватиле евро као заједничку валуту.<sup>225</sup> Према Одлуци, реформа система одлучивања спроводи се у две фазе, зависно од броја чланица. Прва фаза прилагођена је условима када се број чланица креће у границама од 15 до 21 чланице ЕМУ.<sup>226</sup> У том случају, формирају се две групе, при чему прву чини пет економски најјачих земаља чланица (изражено БДП-ом и величином финансијског сектора), док другу групу чине гувернери осталих земаља чланица. Степен учесталости гласања гувернера из прве групе не може бити нижи од учесталости гласања гувернера земаља чланица из друге групе. Као што је то приказано у табели бр.8, првој групи, зависно од укупног броја чланица ЕМУ, припашће између 4 и 5 гласова, док се остатак расподељује другој групи. У другој фази, када укупан број чланица ЕМУ буде већи од 22, земље ће бити разврстане у три групе према утврђеним критеријумима. Расподела гласова према Одлуци ће се извршити на следећи начин: земљама из прве групе припашће 4 гласа у Савету гувернера, друга група ће обухватити половину од укупног броја гувернера<sup>227</sup> и припашће јој осам гласова. И, најзад, трећу групу чине преостали гувернери којима припадају три гласа.

<sup>225</sup> При томе 5/6 пондера се приписује БДП по малопродајним ценама, док се са 1/6 пондерише други критеријум који се тиче финансијског сектора.

<sup>226</sup> Чл. 1. Одлуке савета, у саставу шефова држава и председника влада земаља чланица, о изменама и допунама чл. 10.2 Статута Европског система централних банака и Европске централне банке.

<sup>227</sup> Уколико је укупан број гувернера непаран број, онда се резултат заокружује на први наредни цео број.

Табела бр. 8.

**СИСТЕМ РОТАЦИЈЕ У САВЕТУ ГУВЕРНЕРА НАКОН ПРОШИРЕЊА ЕУРО-ПОДРУЧЈА**

| Еуро подручје обухвата 15 и више чланова Савета гувернера |                    |       |       |       |       |       |       |
|---|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| број гувернера у савету                                   |                    |       |       |       |       |       |       |
|   |                    | 16    | 17    | 18    | 19    | 20    | 21    |
| I група   | Гласови гувернера  | 5/5   | 5/5   | 5/5   | 4/5   | 4/5   | 4/5   |
|   | Учесталост гласања | 100%  | 100%  | 100%  | 80%   | 80%   | 80%   |
| II група  | Гласови гувернера  | 10/11 | 10/12 | 10/13 | 11/14 | 11/15 | 11/16 |
|   | Учесталост гласања | 91%   | 83%   | 77%   | 79%   | 73%   | 69%   |
| Глас.   |                    | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    |
| Еуро подручје обухвата више од 22 чланова Савета          |                    |       |       |       |       |       |       |
| број гувернера у савету                                   |                    |       |       |       |       |       |       |
|   |                    | 22    | 23    | 24    | 25    | 26    | 27    |
| I група   | Гласови гувернера  | 4/5   | 4/5   | 4/5   | 4/5   | 4/5   | 4/5   |
|   | Учесталост гласања | 80%   | 80%   | 80%   | 80%   | 80%   | 80%   |
| II група  | Гласови гувернера  | 8/11  | 8/12  | 8/13  | 8/13  | 8/13  | 8/14  |
|   | Учесталост гласања | 73%   | 67%   | 67%   | 62%   | 62%   | 57%   |
| III група   | Гласови гувернера  | 3/6   | 3/6   | 3/7   | 3/7   | 3/8   | 3/8   |
|   | Учесталост гласања | 50%   | 50%   | 43%   | 43%   | 38%   | 38%   |
| Глас.   |                    | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    |

С обзиром на то да све земље које учествују у гласању подлежу ротирању према додељеном броју гласова, јасно је да економски снажније земље са развијенијим финансијским сектором су чешће у прилици да одлучују у односу на земље друге и треће групе. То, наравно, не значи да су земље које не учествују у доношењу одлука Савета гувернера у потпуности искључене из овог процеса. Напротив, оне имају могућност да учествују у дискусији која претходи доношењу одлука, што значи да постоји могућност да и оне утичу на садржај ових одлука.

Промене у систему одлучивања представљају комбинацију два добро позната модела одлучивања у централним банкама. Један је систем ротације који се практикује у Систему федералних резерви САД где

поједини дистрикти не учествују увек у доношењу одлука<sup>228</sup>, односно система представљања који је примењен у органима Међународног монетарног фонда, где се мање земље групишу у изборна тела која представља по један гувернер.

### 3. ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИРИ УВОЂЕЊА ЕВРА

#### 3.1. Механизам девизних курсева (ERM II)

Стабилност девизног курса, односно његово неопозиво фиксирање, уз каснију потпуну елиминацију међусобних курсева између валута држава чланица, један је од циљева сваке монетарне уније. Као што је већ речено, идеја монетарне стабилности у Европској унији остварена је креирањем Европског монетарног система, децембра 1978. године, чију основу представља механизам девизних курсева (ERM). Централни паритет у односу на европску обрачунску јединицу (ECU) био је фиксиран за валуту сваке земље чланице. За девизни курс државе чланице, која учествује у Европском монетарном систему, утврђен је централни паритет према ECU, који се може мењати само уз узајамну сагласност свих држава чланица и Комисије. Утврђени централни паритетни курсеве били су чврсти, али је постојала могућност њиховог прилагођавања будући да је био дозвољен опсег флукутирања око билатералног централног курса у распону од +/-2,25%. Након турбуленција у европском монетарном систему почектом деведесетих, граница флукутације је проширена 1993. године на +/- 15%. Прерастање Европских заједница у ЕУ, и очекивано формирање монетарне уније, захтевало је другачији начин регулисања девизних курсева. Међутим, Уговор не садржи одредбе о интерном режиму девизног курса валута земаља које нису чланице ЕМУ у односу на заједничку валуту. Уместо тога, уговором се уређује питање екстерних девизних односа. Тако члан 11. предвиђа да Савет, по утврђеном поступку и уз учешће осталих органа ЕУ, може закључивати формалне споразуме о систему девизног курса заједничке валуте према валутама земаља изван заједнице, одлучивати о усвајању, мењању, односно напуштању средњих курсева и формулисати опште смернице девизне политике према валутама у односу на које не постоји одговарајући систем девизног курса. У вези с тим, у теорији су истицана различита становишта о институцији која треба

<sup>228</sup> Сви гувернери учествују у дискусији о појединим питањима али се право гласања ограничава на лимитиран број гувернера, на основу ротације. Опширније: Hefeker Carsten, *Op. cit.*, p.5.

да уреди девизне односе између земаља чланица монетарне уније и земаља које су предмет изузећа. Тако разликујемо становиште, које је прихваћено од појединих земаља чланица и од органа Уније, пре свега Комисије, да је заједно са монетарном политиком и питање девизне политике искључива надлежност институција ЕУ.<sup>229</sup> Већина земаља, међутим, определила се за решење које задржава структуру паралелних споразума из *ERM I* између влада и централних банака, полазећи од одговарајућих компетенција и одговорности.<sup>230</sup> Постојање чланица ЕУ које су искористиле клаузулу изузећа (у то време Велика Британија и Данска) наметнуло је питање да ли учешће у механизму девизних курсева треба да буде обавезно или и даље добровољно, као и раније. У том смислу, Комисија је заузела став да се за државе чланице које су предмет изузећа очекује да се у догледно време придруже овом механизму.

Основна одлика механизма девизних курсева била је централна улога евра, с обзиром на стабилност и величину евро подручја, као и на чињеницу да се очекивало да се земље за које важи клаузула изузећа прикључе еуро подручју. У погледу начина уређивања девизних курсева истицане су две опције. Прва, која се креће линијом *ERM I*, са фиксирањем централног паритета и опсегом флукутирања између свих земаља учесница, чиме се ствара мрежа валутних паритета. У таквом систему, флукутирање сваке валуте у односу на остале валуте било би ограничено. Друга могућност - подржана од стране Комисије - сводила се на дефинисање паритета валута земаља нечланица монетарне уније у односу на евро. У овом случају ограничења би била лимитирана само на флукутације у односу на евро.

Још једно питање које је захтевало претходан одговор било је и питање дозвољеног опсега флукутирања. Већина земаља је прихватала опсег флукутирања који је важио за *ERM I* и који је дозвољавао релативно широк коридор од +/-15% око централног паритета.

Непостојање одговарајућег система који би уређивао девизне односе чланица и нечланица монетарне уније попуњено је:

<sup>229</sup> Види опширније: Smits Rene, *The European Central Bank: Institutional Aspects*, „International and Comparative Law Quarterly“, Vol. 45, April, 1996, p. 336-337.

<sup>230</sup> О томе види: Jensen R. Kirsten, *Inside EU, Outside EMU: Institutional and Legal Aspects of the Exchange rate Mechanism II*, in: „Legal Aspects of the European System of Central Bank“, ed.L. Amicorum and P.Z. Gravelli, ECB, 2005, p.138.



- Резолуцијом Савета усвојеном јуна 1997. године о механизму девизних курсева у трећој фази економске и монетарне уније.<sup>231</sup> Данска и Грчка постале су чланице од 1999. године, док су Велика Британија и Шведска прихватиле начело факултативног учешћа у том механизму (*opting out*), али нису чланице.<sup>232</sup>

- Споразумом потписаним 1. септембра 1998. године, између ЕЦБ и националних централних банака држава чланица изван еуро-подручја, којим је уређен начин функционисања механизма девизних курсева у трећој фази економске и монетарне уније и одговарајућим изменама и допунама овог споразума извршеним 2000. и 2004. године.<sup>233</sup>

У техничком смислу, критеријум стабилности девизног курса подразумева да државе чланице учествују у механизму девизних курсева најмање две године непрекидно, без „озбиљних потреса на девизном тржишту и девалвације према еврџу“.<sup>234</sup> Како би се спречила појава да земље чланице ЕУ које су изван монетарне уније користе конкурентске девалвације своје валуте у односу на евро, уводи се механизам девизних курсева којим се свака појединачна валута држава ЕУ, за коју важи клаузула изузећа, везује за евро уз утврђени опсег флукутирања. Основне одлике уведеног механизма девизних курсева су:

- Реч је о мултилатералном аранжману, што значи да је неопходан заједнички договор о централном паритету, као и опсегу флукутирања у односу на евро;

- Доброволност. Учешће у механизму девизних курсева није обавезно већ зависи од одлуке државе (чл.1. б), које се могу у било ком тренутку након прикључења ЕУ одредити за учешће у овом аранжману;

- Централни паритет у односу на евро, који представља валуту (*anchor currency*) у односу на коју ће се посматрати све евентуалне флукуације курса. Утврђивање централног паритета укључује заједнички споразум између ЕЦБ, Европске комисије, централних банака укључених

<sup>231</sup> Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16.june 1997, OJ C 236, 2.8.1997, p.5-6.

<sup>232</sup> Канџија Винко, *Op. cit.* стр.304-305.

<sup>233</sup> Agreement of 1 September 1998 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange ratemechanism in Stage Three of Economic and Monetary Union, OJ C 345, 13.11.1998, p.6., as amended by the Agreement of 14 September 2000 (OJ C 362, 16.12.2000, p.11) and the Agreement of 16 September 2004 (OJ C 281, 18.11.2004, p.3).

<sup>234</sup> Наведено према: Фаулленд М. et. al, *Op. cit.* стр. 14.

у систем и централних банака и влада земаља које се прикључују механизму девизних курсева. Одлуци о утврђивању централног паритета претходи расправа, при чему садржај расправе, све до коначног уласка у ЕРМ, има поверљив карактер. Иначе, у погледу утврђивања централног паритета, постоји широки консензус о томе да централни паритет треба да, у што је могуће већој мери, одговара дугорочном равнотежном реалном девизном курсу. Одступање од равнотежног нивоа води субоптималним економским перформансама. С једне стране, у случају да је централни паритет потцењен, то води повећању стопе инфлације преко утицаја увозних цена или прегрејаности економске активности. С друге стране, уколико је централни паритет одређен тако да је девизни курс прецењен, што нарушава конкурентност земље на иностраном тржишту, успорава се ниво економске активности и изазива дефицит у билансу текућих трансакција. Основу за одређивање фундаменталног равнотежног девизног курса (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate - FEER*), што одговара нивоу реалног девизног курса, који је, истовремено, конзистентан са интерном и екстерном равнотежом, чине основне економске перформансе са вредностима на њиховом дугорочном равнотежном нивоу.

- Стандардни опсег флукутирања од +/-15% (чл.2. 1). Предвиђена је и могућност да држава учесница формално прихвати ужи распон флукутирања девизног курса од +/-2,25%. Уже маргине флукутирања могу се одредити само на захтев државе, али уз мултилатерални договор. У теорији постоји интерпретација овог критеријума конвергенције, према којем се захтев за одржавање курса „близу централног паритета према еврџу“ тумачи као *de facto* ужи распон (+/-2,25%). У прилог овог става наводи се да је и Европска комисија експлиците навела како ће способност за увођење евра зависити од успешности државе у очувању курса у оквиру ужих („старих“) граница (+/-2,25%).

- Аутоматске и неограничене интервенције на маргинама флукуација. Код ових интервенција на границама постоји могућност краткорочног финансирања (до три месеца чл. 2. б), с тим што се оне могу спроводити у еврима или у националним валутама држава учесница девизног механизма изван еурозоне. Наравно, у Резолуцији је садржана експлицитна одредба која националним централним банкама дозвољава да стопирају акцију уколико је то на штету остваривања примарног циља, тј. стабилности цена.

-Могућност промене паритета, односно централног курса валута током учешћа у механизму девизних курсева. Чланом 2. (3) Резолуције свака страна учесница у аранжману, укључујући и ЕЦБ, има право да

покрене тајну процедуру усмерену на поновно разматрање централног курса. Ова иницијатива се може иницирати уколико је током процеса реалне конвергенције дошло до значајних промена у конкурентности према иностранству.

- За потребе интервенција на границама маргине (+/-15%) свакој земљи стоји на располагању могућност одобравања краткорочних кредита од стране ЕЦБ и осталих земаља учесница. Ова краткорочна финансијска средства су, по правилу, аутоматски доступна и без ограничења у погледу износа за потребе финансирања интервенције на маргинама. Наравно, пре повлачења ових краткорочних средстава неопходно је да је централна банка дужник претходно интервенисала из сопствених девизних резерви. Као што је већ речено, ЕЦБ и остале националне централне банке ће обуставити даље аутоматско финансирање уколико је оно у сукобу са остваривањем примарног циља - стабилности цена. Кад су у питању интервенције унутар граница флукутирања, могућност краткорочног финансирања, уз сагласност централне банке која емитује валуту којом се интервенише, постоји под следећим условима: а) да износ одобрених краткорочних кредита централној банци дужнику не пређе границу утврђену Анексом II који је дат уз Споразум,<sup>235</sup> и б) да је централна банка дужник претходно интервенисала из сопствених девизних резерви.

- Функционисање механизма девизних курсева прати Генерални савет ЕЦБ који служи као форум за координацију монетарне и девизне политике, као и за управљање интервенцијама и механизмима финансирања утврђених споразумом. Генерални савет посебно води рачуна о одрживости билатералних девизних курсева између валута земаља нечланица и евра.

### 3.1.1. Аргументи у корист ЕRM II

Основни задатак механизма девизних курсева је да у земљама чланицама ЕУ, које су остале ван еуропростора, подржи политику која је усмерена ка успостављању стабилности, убрза конвергенцију и помогне

<sup>235</sup> Потписаном споразуму између ЕЦБ и националних централних банака држава ван еуро подручја, којим је уређен начин поступања у механизму девизних курсева, придодата су и два анекса: Анекс I, који садржи споразум о квотама за валуте које учествују у ЕRM II и плаћања по устаљеној процедури у случају интервенције на границама, и Анекс II, којим су постављена ограничења приступа краткорочним финансијским средствима према члану 8,10 и 11. Споразума од 1. септембра 1998.

им у њиховим напорима ка увођењу евра. Позитивни ефекти примене овог механизма могу се разврстати у четири групе:

- Ефекат дисциплине. Постављајући чврст захтев за вођењем конзистентне економске политике, *ERM II* помаже успостављању стабилног макроекономског окружења. Штавише механизам девизних курсева служи као катализатор за спровођење структурних реформи.

- Кредибилитет. Са унапред објављеним централним паритетом, *ERM II* пружа смернице учесницима на девизном тржишту и може знатно допринети већој стабилности девизног курса. Поред тога, везујући инфлациона очекивања и смањивањем осцилација, механизам девизних курсева доприноси успостављању и очувању стабилности цена. За разлику од осталих интермедијарних режима, *ERM II* има јасно дефинисан крајњи циљ увођење евра, што овај систем чини знатно еластичнијим у односу на друге режиме девизног курса.

- Прилагодљивост. Стандардни опсег флукутирања оставља довољно простора за прилагођавање асиметричним шокovima и структурним променама у привреди. Уколико би се процес сустизања просека европских земаља остваривао брже од очекиваног, предивиђена је могућност поновног утврђивања централног паритета како би се спречила апресијација курса валуте одређене земље.

- Мултилатералност. Мултилатерални карактер механизма девизних курсева треба да ојача кредибилитет аранжмана, с обзиром на то да су све учеснице укључене у надзор над применом овог механизма.

На крају, за *ERM II* се може констатовати да има двоструку улогу. С једне стране, реч је о аранжману којим се управља девизним курсевима између валута земаља укључених у овај систем и евра, а с друге стране, овај механизам има важну улогу као један о критеријума конвергенције за прикључење еуропростору.

### 3.1.2. Време прикључења механизму девизних курсева

Када су у питању земље које су својство чланице ЕУ стекле 2004. године, међу њима је готово једнодушно прихваћено становиште по коме *ERM II* представља институционални оквир који је неизбежан на путу стицања пуноправног чланства али да време учешћа у овом механизму треба да буде што је могуће краће, односно не дуже од минималног

периода од две године.<sup>236</sup> Подаци дати у табели бр. 9. јасно показују чврсто опредељење ових земаља да уведу евро што је могуће пре.<sup>237</sup>

Табела бр.9.

**ОЧЕКИВАНО ПРИСТУПАЊЕ ЕУРОПРОСТОРУ НОВИХ  
ЗЕМАЉА ЧЛАНИЦА**

| Земља           | Централна банка | Влада     |
|-----------------|-----------------|-----------|
| Чешка Република | 2009-2010       | 2009-2010 |
| Мађарска        | 2009-2010       | 2009-2010 |
| Пољска          | 2007            | 2008-2009 |
| Словачка        | 2008            | 2008      |
| Словенија       | 2007            | 2007      |
| Естонија        | 2007            | 2007      |
| Летонија        | 2007            | 2007      |
| Литванија       | 2007            | 2007      |

Извор: Šaroch S.et. al, *Euro Adoption in the New EU Member Countries*, „Eastern European Economics“, vol.43,no2, 2005,p.20.

Као што је већ речено, приступање механизму девизних курсева је постављено на добровољној основи. То значи да земље чланице ЕУ за које важи клаузула изузећа саме одлучују о времену када ће се укључити у овај механизам. Досадашње искуство показује да ниједна стратегија за приступање јединственом валутном подручју није *a priori* оптимална. Свака земља треба да дефинише стратегију усвајања евра уважавајући посебно околности које се односе на: макроекономско стање, тешкоће у испуњавању услова дефинисаних критеријумима конвергенције, способност осталих сегмената економске политике, пре свега фискалне политике и политике доходака да преузму улогу монетарне политике у апсорбовању економских поремећаја.<sup>238</sup>

<sup>236</sup> Више о времену прикључења механизму девизних курсева види: De Grawe Paul, Schnabel Gunther, *The Eastern Enlargement of the European Monetary Union*, „Journal of European Affairs“, Vol.2, No.3, 2004, p.24-26.

<sup>237</sup> Ова стратегија прихватања евра била је прихваћена и од стране централне банке и владе Словеније и једина је довела до стицања пуноправног чланства у ЕМУ од 01.јануара 2007. године.

<sup>238</sup> Види опширније: Scott S. Hal, *When the Euro falls Apart*, „International Finance“, No.1/2, 1998, p.209-210.

Као основни разлог раног уласка у *ERM II* у теорији се истиче да учешће у овом механизму служи као „припремна фаза“, или чак као механизам који треба да обезбеди дисциплину у вођењу економске политике. Монетарна политика, заједно са девизном политиком, постаје питање од заједничког интереса. Тако, режим контролисане флукуације који би довео до депресијације номиналног девизног курса, могао би да се третира као конкурентска девалвација, што у овом механизму није допуштено. С обзиром на обавезу очувања стабилности девизног курса, као и на чињеницу да је независност у вођењу монетарне политике практично изгубљена након стицања својства чланице ЕУ, очекивано је да ће доћи до уједначавања номиналне каматне стопе.<sup>239</sup> На плану очувања успостављене економске стабилности, приступање овом механизму утиче и на фискалну политику, која мора да се прилагоди чињеници да нема више простора за вођење корективне акције од стране монетарне и девизне политике. Такође, приступање механизму девизних курсева појачава кредибилитет економске политике и самог процеса дезинфлације. Друга група аргумената у прилог раног уласка у *ERM II* полази од текуће и процене будуће економске ситуације у овим земљама. Тако, *D. Kozamernik*, полазећи од макроекономских предвиђања, посебно у погледу кретања агрегатне тражње и инфлације у Словенији, закључује да се испуњење критеријума конвергенције може остварити без значајнијих трошкова изражених падом реалних привредних активности.<sup>240</sup> Поред тога, стање у билансу текућих трансакција, као и релативно повољна фискална позиција, пружају довољно могућности за апсорбовање шокова, чак и у случају када су они асиметрични. И, најзад, стабилност девизног курса и инфлације у протеклом периоду јача очекивања да ће и централни паритет остати непромењен током учешћа у механизму девизних курсева.

Од механизма девизних курсева очекује се да убрза реалну и номиналну конвергенцију. Приступање *ERM II* јача дисциплину у вођењу укупне економске политике, уз ограничену могућност прилагођавања девизног курса. Сам систем је постављен тако да оставља довољно простора за решавање отворених питања, са којима се политика суочава на путу прихватања евра. Поред тога, централни паритет, подржан стабилизационом политиком, помаже економским актерима тако што им шаље сигнал о равнотежном девизном курсу и, истовремено, редукује нежељене флукуације девизног курса. Наравно, да би то било могуће

<sup>239</sup> Више о позитивним ефектима прикључења *ERM II* види: Kozamernik Davor, *The ERM II Issues: An Interpretation of the Slovenian Approach*, „Atlantic Economic Journal“, Vo.32, No4, December, 2004, p.270-271.

<sup>240</sup> Kozamernik Davor, *Ibid*. p. 272.



неопходно је да се централни паритет заснива на прецизнијој процени текућих економских варијабли, као и да овај паритет буде чврсто повезан са конзистентном економском политиком, посебно у фискалној сфери и сфери кретања зарада. Када је у питању прилагодљивост, са садашњим опсегом флукуирања од +/-15% и уз могућност модификовања централног паритета, *ERM II* оставља довољно простора за решавање отворених питања и прилагођавања утицају евентуалних асиметричних шокова. Комбиновањем ова два елемента, дисциплине и прилагодљивости, *ERM II* представља користан оквир за вођење политике са оптималном трајекторијом ка трајном циљу - стицању пуноправног чланства у монетарној унији.

Механизам девизних курсева подразумева колективно и континуирано праћење економских и политичких промена, процену тржишних реакција и предузимање координиране акције. Ове особине, заједно са крајњим исходом - улазак у еуро подручје, чини *ERM II* другачијим системом од обичног, у теорији доста критикованог, прелазног режима. По речима *T. Padoa-Schioppa*, учешће у *ERM II* не треба посматрати као чекаоницу пре коначног прихватања евра.<sup>241</sup> Овај режим девизних курсева треба, пре свега, посматрати као делотворан и флексибилан оквир за комбиновање номиналне и реалне конвергенције, као и за решавање изазова са којима се новопримљене земље суочавају у процесу прихватања евра.

Мада су користи од раног укључивања у овај механизам евидентне, у анализи механизма девизних курсева не могу се занемарити ни ризици који су са њим повезани. Ризици повезани са учешћем у механизму девизних курсева могу се разврстати у три групе. Прву групу чине ризици повезани са асиметричним порастом агрегатне тражње. Стабилност девизног курса, као једна од суштинских одлика, доводи до конвергенције номиналне каматне стопе, а самим тим и реалне каматне стопе. То, даље, доводи до пада штедње, пораста цена акција и асиметричног пораста агрегатне тражње, што може нарушити равнотежу у билансу текућих трансакција и довести у питање остваривање критеријума конвергенције, који се односе на стабилност цена. Друго, прилив капитала може изазвати нестабилност девизног курса. На пример, прилив капитала у облику страних директних инвестиција, као и прилив остварен приватизацијом државних предузећа, могу довести до ап्रेसијације курса домаће валуте. Ову врсту притиска држава може успешно елиминисати

<sup>241</sup> Padoa-Schioppa Tommaso, *Trajectories Toward the Euro and the Role of ERM II*, „International Finance“, Vol.6, No1, 2003, p. 140-142.

спровођењем мера стерилизације.<sup>242</sup> Међутим, нестабилност изазвану спекулативним кретањем капитала много је теже апсорбовати с обзиром на то да је она у великој мери условљена очекивањима економских актера.<sup>243</sup> Управо због тих очекивања, централна банка не може бити тако успешна у поништавању монетарних ефеката изазваних кретањем спекулативног капитала. На тај начин, угрожава се не само стабилност девизног курса и доводи у питање одрживост централног паритета, већ се и знатно увећавају трошкови финансијског и реалног сектора. Најзад, у групу ризика морају бити увршћени и ризици повезани са могућношћу ап्रेसијације реалног девизног курса, чиме се значајно ограничава простор за интервенцију економске политике, посебно у условима јаким инфлационих очекивања. Ова појава доводи до конфликта између циљева економске политике који се односе на очување реалног девизног курса и циљева који се односе на стабилност општег нивоа цена.

Ефикасност и кредибилитет у вођењу економске политике од суштинске је важности за реалну и номиналну конвергенцију током учешћа у механизму девизних курсева. То значи да укупна економска политика треба да буде вођена тако да обезбеди реализацију крајњег циља тј. увођење евра. Главна промена у економској политици коју партиципација у *ERM II* доноси тиче се циљева монетарне политике. Она је примарно оријентисана ка очувању стабилности девизног курса. С обзиром на то да се у овим земљама уклањају сва ограничења у погледу кретања капитала, каматна стопа коју одређују националне централне банке детерминисана је каматном стопом Европске централне банке. У иницијалној фази, ова каматна стопа разликује се само у погледу премије за покриће ризика, мада се током времена ова разлика смањује. Губитак независности у вођењу монетарне политике значи и крај за вођење процикличне политике, посебно када су у питању асиметрични поремећаји. Друга значајна промена у вођењу економске политике односи се на макроекономско управљање будући да је терет сузбијања инфлације препуштен фискалној политици. Најзначајнија стабилизациона димензија фискалне политике је да планирани обим јавне потрошње постави тако да делује као контрациклични стабилизатор. Ова димензија посебно долази до изражаја када се земља суочи са асиметричним порастом потражње, у ком случају ови аутоматски стабилизатори треба да делују превентивно и

<sup>242</sup> Мере рестриктивне монетарне политике усмерене на апсорбовања вишка ликвидности индустријског приливом страног капитала.

<sup>243</sup> Више о утицају мобилности капитала на појаву валутних криза види: А. Бабић, *Валутне кризе: преглед теорије и искуства 1990-тих*, „Прегледи“, No.3, ХНБ, стр.5-10.

спрече пораст општег нивоа цена. Важна промена у домену фискалне политике односи се и на спречавање утицаја пораста фискалних трошкова на раст инфлације. То, између осталог, подразумева усаглашавање степена пореског оптерећења са законодавством ЕУ.<sup>244</sup>

Када је у питању политика доходака, раст зарада у јавном сектору и социјална примања морају бити ограничени како би се спречило погоршање фискалне равнотеже и, истовремено, избегло давање негативног сигнала осталим секторима, посебно монополистичким који су заштићени од иностране конкуренције. Конкретно, да би се спречио раст зарада у овом сектору морају бити примењене мере којима ће се напустити или ограничити индексирање зарада и социјалних примања са оствареном стопом инфлације. Наравно, и у осталим сегментима привреде неопходно је да се кретање зарада услови растом продуктивности.<sup>245</sup> На тај начин, спречавају се ефекти пораста зарада на раст инфлације, а такође подстиче и раст запослености. Поред тога, флексибилност зарада је неопходна и због успешног апсорбовања асиметричних шокова.

### 3.2. Правни оквири увођења евра у новим земљама чланицама

Као што је већ речено, све новопримљене земље имају јасно опредељење да се, у што је могуће краћем року, прикључе монетарној унији. Испуњењем критеријума конвергенције, а на основу предлога Комисије и позитивног мишљења Европске централне банке, Савет ЕУ доноси одлуку о проширењу монетарне уније. Тако је 11.07.2006. године Савет министара донео одлуку о укључивању Словеније у монетарну унију.<sup>246</sup> Проширивање ЕМУ повлачи за собом бројна питања која се односе на замену националне и увођење заједничке валуте. Правни оквири увођења евра у искључивој су надлежности органа ЕУ. Ово питање уредио је Савет двома уредбама и то: Уредбом о уређивању одређених питања

<sup>244</sup> Више о пореској хармонизацији у ЕУ види Попов - Илић Гордана, *Пореско право Европске уније*, „Службени гласник“, Београд, стр.15-26.

<sup>245</sup> Тако Д. Козамерник, наводећи искуство Словеније, истиче потребу постизања споразума са осталим актерима социјалног дијалога којим ће се раст зарада ограничити тако да исти буде за 1% нижи од оствареног раста продуктивности. Козамерник Давор, *Op. cit.* стр.273.

<sup>246</sup> Види: Council Decision No. 2006/495/EC od 11 July 2006 in accordance with Article 122(2) of the Treaty on the adoption by Slovenia of the single currency on 1 January 2007, OJ L 195.

која се односе на увођење евра<sup>247</sup> и Уредбом о увођењу евра.<sup>248</sup> С обзиром на то да у монетарном праву нема хармонизације националног законодавства, већина правних аката из ове области донета је у форми уредби, дакле правних аката који се непосредно примењују у земљама чланицама. У теорији је општеприхваћено да монетарно право обухвата најмање три кључне одредбе, независно од тога да ли су оне дефинисане једним законом или су, пак, дисперзиране у законодавству. Срж монетарног права чине: дефиниција валуте и валутних јединица, дефиниција вредности валуте, као и одређивање валуте у којој се врше плаћања. Према опште прихваћеним начелима, држава која емитује новац има искључиву надлежност да одреди сваки од ових елемената.<sup>249</sup> У складу са начелом супсидијарности, државама чланицама препуштено је да саме уређују временске оквири и услове за замену готовине тј. папирног и кованог новца који су гласили на националну валуту у новчанице и ковани новац који гласе на евро.

Уредба 1103/97 уређује бројна питања повезана са употребом евра у правном промету. Она најпре потврђује да се сви правни инструменти који су гласили на *ECU* прерачунавају у евре. Посебно се истиче начело правног континуитета. Реч је о опште признатом начелу по којем увођење нове валуте нема утицаја у погледу континуитета уговора и других правних инструмената. То значи да увођење евра неће довести до измене било ког услова дефинисаног правним актом, нити до ослобађања од извршења утврђене обавезе. Увођење евра по овој Уредби, такође, неће имати утицаја нити дати право некој од уговорних страна да једнострано измени или раскине уговор. Члан 1. ове Уредбе одређује на које се све правне акте односи ова Уредба. У том смислу, она се односи на све законодавне и статутарне одлуке, управне акте, судске одлуке, уговоре, једностране правне акте, инструменте плаћања (не рачунајући папирни и ковани новац), као и друге акте. С обзиром на то да ова одредба изазива непосредно дејство у свим државама чланицама, то није било потребе да се националним законодавством посебно уређују питања која се односе на континуитет правних односа повезаних са банкарским депозитима, стамбеним кредитима, чековима итд. Практични аспект овог начела огледа

<sup>247</sup> Council Regulation (EC) No 1103/97 of 17. June 1997. on certain provisions relating to the introduction of the euro, OJ L 162/1. Чл. 6 Уредбе прописује да је она обавезујућа у целини и директно се примењује у свима државама чланицама ЕУ.

<sup>248</sup> Council Regulation (EC) No 974/98 of 3 May 1998 on the introduction of the euro.

<sup>249</sup> Више о садржини монетарног права види: Lapasse de P, *The Legal Status of the Euro*, in: „Legal Aspect of the European System of Central Banks“, ed. L. Amicorum and P. Z. Garavelli, ECB, 2005, p. 236-239.

се у томе што није неопходно да се због увођења евра закључују анекси постојећих уговора. На пример, са приступањем Словеније еуроподручју, уговорне обавезе које су гласиле на толар се прерачунавају у евро. При

Табела бр.10.

#### ФАЗЕ УВОЂЕЊЕ ЕВРА У СЛОВЕНИЈИ

|   |   |
|---|---|
| Предприступна фаза (до стицања својства пуноправног члана ЕУ 01. маја 2004. године)       | - испуњавање критеријума за чланство у ЕУ;<br>-преузимање прописа који се односе на економску и монетарну унију;<br>Почетак консултација о учешћу у ЕRM II – у погледу одређивања централног паритета.                                  |
| Фаза након приступа у ЕУ (од 01.маја 2004. године) до укључивања у ЕRM II -28. јуна 2004. | -у односу на ЕМУ има положај државе за коју важи клаузула изузећа;<br>-политика девизног курса је од општег интереса;<br>-Банка Словеније постаје до Европског система (ЕЦБ);<br>- поштовање правила о координацији економске политике. |
| Учешће у ЕRM II од 28. јуна 2004.   | Политика девизног курса је у функцији увођења евра;<br>-Европска комисија и ЕЦБ припрема конвергенцијски извештај;<br>-фиксирање девизног курса толара у односу на евро.  |
| Увођење евра 01.јануар 2007. године   | -утврђивање стопе конверзије толара и евра 1Е =239,640 СИТ;<br>-увођење евра коа законског средства плаћања;<br>- Банка Словеније постаје део система, који чине националне централне банке држава чланица ЕМУ.                         |

томе је потребно нагласити да континуитет уговорних односа у случају дужничких инструмената са фиксном каматом значи да мере увођења евра немају утицаја на номиналну камату коју мора платити дужник. Упркос крутости оваквог правила по дужника, начело континуитета је једино које обезбеђује правну заштиту привредним субјектима. Тако је интересантно искуство Словеније да код примене уговорних клаузула којим се

предупређује обезвређивање потраживања повериоца, као основ за обрачун служи стопа инфлације у Словенији а не стопа инфлације у европодручју.<sup>250</sup> Саставни део ове Уредбе су и одредбе којима се постављају правила у погледу прерачунавања националне валуте у евро, при чему није дозвољено заокруживање на мање од три децимале.<sup>251</sup>

Сва питања која се односе на начин и поступак увођења евра уређена су Уредбом 874/98. Одредбама овог акта дефинише се садржај монетарног права ЕУ.<sup>252</sup> Према одредбама ове Уредбе, евро је од 01.01.1999. године заживео као средство безготовинско плаћања, што значи да је регулисано вођење рачуна, обављање платног промета и изражавање свих финансијских инструмената у новој валути. Потребна количина готовог новца главни је разлог због којег је између увођења евра и стављања папирног и кованог новца у оптицај предвиђен период од три године. Чланом 10. Уредбе 974/98 предвиђа се да ће од 01. јануара 2002. године готов новац бити стављен у оптицај. Од тог момента, емитовани новац добио је улогу законског средства плаћања у свим земљама чланицама монетарне уније. Уредбом (чл. 15.) је предвиђено да новац у оптицају деноминира у националној валути може и након 01. јануара 2002. године задржати статус законског средства плаћања, најдуже до шест месеци од дана истека транзиционог периода. Овај период може бити скраћен одредбама националног законодавства. На пример, у Немачкој као рок за замену марака у евро одређен је 28. фебруар 2002. године, при чему за замену у централној банци не постоји временско ограничење.<sup>253</sup>

<sup>250</sup> Ahtik M, *Postopek uvedbe evra in vloga Banke Slovenije*, „Podjetje in delo“, XXXII, 6-7/2006, str.1331.

<sup>251</sup> Тако чл. 4 Уредбе одређује да стопа конверзије представља однос евра према националним валутама земаља чланица, изражено са шест децимала. Стопа конверзије не сме да се заокружује нити скраћује приликом конверзије. Стопа конверзије користити се у оба смера између евра и националних валута. Новчани износи који се конвертују из једне у другу националну валуту морају се прво конвертовати у новчани износ изражен еврима; тај износ може да се заокружи на не мање од три децимале и онда конвертује у националну валуту друге земље. Ниједан алтернативан начин прерачунавања не сме да се користи осим ако не доведе до истог резултата.

<sup>252</sup> Ова Уредба је два пута допуњавана, прво због увођења евра у Грчкој (Council Regulation (EC) No2597/2000 од 27.11.2000 Ој Л 300, п.2-3), и други пут да би се омогућило увођење евра у земљама које су приступиле ЕУ маја 2004. године (Council Regulation (EC) No. 2169/2005 OJ L 346,21.12.2005, p.1.

<sup>253</sup> У том трогодишњем периоду спровођене су припремне мере. На пример, почев од септембра 2001. године цене робе и услуга изражаване су и у националним валутама и у евр, при чему су цене у еврима морале да буду упадљивије него



Последња измена Уредбе уводи три сценарија по којима државе могу да уведу евро. Тако је могуће да се евро уведе по процедури која је испоштована у претходном случају. Друга могућност подразумева истовремено увођење евра, као обрачунског средства, и готовог новца. Реч је о сценарију познатим под називом "велики прасак". Овај сценарио примењен је од стране Словеније која је од 01. јануара 2007. године увела евро (види табелу бр.10.). И најзад, трећи сценарио представља комбинацију истовременог увођења евра као валуте и готовине, уз одговарајући период прилагођавања. Држава која уводи евро мора сама да изабере сценарио, полазећи од специфичности које се везују за дату земљу.

---

цене у националној валути. На тај начин су потрошачи постепено привикавани на употребу евра; плате запослених су задржале исту куповну моћ, али су изражаване не у националној валути него у еврима. Наведено према: Јанковец Ивица, *Правни аспекти новчаних обавеза*, „Службени Лист“, 2003, Београд, стр. 36.

## ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Стварање Европске монетарне уније представља, свакако, један од највећих изазова у европском интеграционом процесу. Област монетарног регулисања, која се традиционално доживљава као један од прерогатива суверности националних држава, преноси се на наднационални ниво, а државе чланице се практично лишавају једног од главних ослонаца економске политике. Монетарно уједињење носи са собом значајне економске користи. Стварањем монетарне уније, односно укидањем националних валута и њиховом заменом јединственом валутом губе се трансакциони трошкови конверзије европских валута. Јединствена валута, између осталог, олакшава међусобну трговину и уклања валутни ризик, који је је произлазио из неизвесности у међусобним односима девизних курсева.

Поред несумњивих економских користи, монетарно повезивање има и важну политичку димензију. Досадашња историја монетарног повезивања нам говори да је оно нераскидиво повезано са политичким уједињењем. Тачније, успешна монетарна унија, по правилу, је била праћена стварањем нове заједничке државе. Због тога, Европска монетарна унија представља својеврсни катализатор који треба да укаже на путеве и могућности политичког обједињавања Европе.

Актуелни институционални оквири Европске монетарне уније прилагођени су конфедералној природи Европске уније. То значи да је у конципирању Еуросистема узето у обзир „постојање националних сензитивности и жеље националних банака да задрже извесна овлашћења у формулисању и спровођењу монетарне политике“. Главно тело које законодавство ЕУ задужује да води јединствену монетарну политику представља Европски систем централних банака, чије чланове, између осталог, чине гувернери националних држава. И сам начин спровођења одлука рефлектује конфедералну структуру Европске уније, будући да су за спровођење одлука о јединственој монетарној политици задужене националне централне банке. Активна улога националних централних банака у спровођењу јединствене монетарне политике условљена је чињеницом да се Европска централна банка, као новоуспостављена институција, по природи ствари суочава са бројним ограничењима у остваривању утврђене надлежности. С друге стране, националне централне банке располажу бројним предностима, условљеним детаљним познавањем локалног тржишта, развијеним контактима са финансијским посредницима, постојећом инфраструктуром. То је и разлог да Европска централна банка, и поред тога што није обавезна да имплементацију

одлука повери националним централним банкама, ипак одлучује да се у извршавању одлука ослања на њихово знање и ресурсе. На тај начин, централизовано одлучивање је комбиновано са децентрализованим спровођењем донетих одлука.

Постојећи институционални оквири садрже решења која у потпуности поштују опште прихваћене стандарде о правном статусу централно-банкарске институције. Европска централна банка и остали субјекти јединственог монетарног система уживају пуну самосталност када је у питању избор инструмената, персонална, финансијска и оперативна независност. Став владајуће монетарне теорије да само независна монетарна институција гарантује остваривање стабилности цена, као примарног циља, подложен је озбиљној критици због тзв. проблема демократског дефицита, односно ограничења у постављању механизма за утврђивање одговорности централне банке за монетарну политику коју води. Велики степен независности централне банке није праћен ефикасном процедуром контроле. Сам начин избора чланова органа Европске централне банке поставља ограничења за увођење система индивидуалне одговорности, као што је то могуће у земљама са националном централном банком. Другим речима, не постоји могућност да чланови ових ограна за свој рад одговарају европском парламенту, а, такође, није могуће полагање рачуна пред националним парламентима држава чланица. У таквим условима, поставља се питање да ли увек и у свим околностима постојећа институционална решења обезбеђују да се монетарна политика води на начин који ће осигурати реализацију утврђених циљева. Решење проблема „демократског дефицита“ у постојећим институционалним оквирима је у успостављању координације и „добрих“ односа између носиоца економске политике. На тај начин би се превазишао системски недостатак вођења јединствене монетарне политике од стране наднационалног тела и осталих сегмената економске политике који су у надлежности држава чланица.

Законодавство ЕУ, пре свега Уговор о ЕЗ и Статут Европског система централних банака, као приоритетни циљ за чију реализацију је одговорна ЕЦБ одређује стабилност цена. То, наравно, не значи да ова институција не може својом монетарном политиком подржати реализацију и осталих циљева економске политике. Штавише, подршка осталим сегментима економске политике је обавеза, али под условом да се тиме не угрожава остваривање приоритетног циља. Могло би се рећи да одржавање стабилности цена представља *raison d'être* успостављеног монетарног система. На овакав значај указује и то што је стабилност цена као приоритетни циљ дефинисана Уговором о ЕЗ, као конститутивним

актом, што значи да је за његову промену неопходно поштовање процедуре предвиђене за промену оснивачких уговора.

Највећу слабост постојећих институционалних оквира представља то што они у себи садрже асиметрију између монетарне политике и осталих сегмената економске политике, пре свега фискалне. Као што је већ речено, Европска монетарна унија се заснива на два стуба: координацији економске политике држава чланица, усвајањем смерница за њено вођење и јединственој монетарној и девизној политици са заједничком валутом. Искуство са фискалним правилом садржаним у Пакту о стабилности и расту показало је да је област јавних финансија најслабија карика у систему ЕМУ. Лишене права на вођење самосталне монетарне политике, државама чланицама као главно упориште економске политике остаје фискална политика. То значи да евентуални асиметрични поремећаји које погоде конкретну државу чланицу могу да се амортизују једино преко инструмената фискалне политике. Инсистирање на поштовању фискалног правила, у таквим условима, представља превелики терет за носиоце економске политике. Наиме, суочени са економским тешкоћама они нису спремни да зарад поштовања фискалног правила, рестриктивном фискалном политиком погоршају већ и онако лоше економске перформансе. За успешност монетарне уније изузетно је важно да се асиметрија између монетарне и фискалне политике уклони. Међутим, судећи према усвојеном али још увек нератификованом уговору о Уставу за Европу, ова асиметрија и даље се задржава, што сведочи о неспремности држава чланица да се поље фискалне политике подигне на наднационални ниво. С обзиром на то да је фискална политика у ЕМУ, сходно начелу супсидијарности, остала у надлежности држава чланица, неопходну фискалну дисциплину могуће је остварити једино њиховим међусобним усклађивањима и увођењем јединствених фискалних правила.

Проширење Европске уније земљама Централне и Источне Европе за Европску монетарну унију представља велики изазов. За разлику од земаља Западне Европе, између којих не постоје значајне разлике у погледу степена економске развијености, земље Централне и Источне Европе по економским перформансама битно заостају за просеком ЕУ - 15. По својим карактеристикама, ове земље заједно са западноевропским земљама, свакако, не представљају оптимално валутно подручје. Одступање појединих земаља од просека ЕУ снижава степен адекватности монетарне политике скројене по мери просека земаља чланица, што уједно значи да се земље које одступају од просека суочавају са променљивошћу стопе инфлације и стопе привредног раста. Решење ових негативних ефеката је у посвећивању знатно веће пажње земљама које одступају од

просека и у којима је трансмисија монетарне политике асиметрична. Међутим, како је трансмисија монетарне политике не само асиметрична већ и у приличној мери непозната, то су субјекти монетарне политике присиљени да воде мање активну политику. Због тога, прикључење ових земаља подразумева не само испуњавање номиналних критеријума конвергенције. Много је значајније остваривање тзв. реалне конвергенције и хватање корака у погледу нивоа развијености. Кад су у питању ове земље главна енигма је која монетарна и девизна политика може помоћи овим земљама да буду на линији оптималне трајекторије реалне и номиналне конвергенције. Механизам девизних курсева може да представља адекватан институционални оквир за добру комбинацију макроекономске дисциплине и прилагодљивости која је потребна ради хватања корака са развијенијим делом Европске уније.

## ЛИТЕРАТУРА

### а) Коришћени извори комунитарног права и остала документација

1. European Commission's Memorandum of 24 October 1962.
2. Communication from the Commission to the Council regarding the formulation of a plan by stages with a view to the creation of economic and monetary union, 12 February 1969.
3. Resolution of the Council and of the Representatives of the Governments of the Member States of 22 March 1971. on the attainment by stages of economic and monetary union in Community, OJ C 28, 1979.
4. Regulation (EEC) No 907/73 of the Council of 3 April 1973. establishing a European Monetary Cooperation Fund, OJ L 89, 5.4.1973.
5. Resolution of the European Council on the establishment of the European Monetary System (EMS) and related matters, Bull. EC 1978.
6. Case 138/79, *Roquette Frères*, 1980, ECR 3333.
7. Case 203/80 *Casati* (1981) ECR 2595.
8. European Court of Justice, Joined Cases 26/83 i 286/83 *Luisi and Carbone v Ministero del Tesoro* (1984) ECR 377.
9. Directive 88-361, OJ L 178-5, 8. July 1988.
10. Council Decision 90/142/EEC of 12 March 1990 amending Council Decision 64/300/EEC on cooperation between the central banks of the Member States of the European Economic Community OJ 78, 24.3.1990.
11. Protocol on the Statute of the European system of central banks and of the European Central Bank, OJ C 191, 1992.
12. Council Regulation (EC) No 3603/93 of 13 December 1993 specifying definitions for the application of the prohibitions referred to in Article 104a and 104b(1) of the Treaty.
13. Council Regulation (EC) No 3604/93 of 13 December 1993. specifying definitions for the application of the prohibition of privileged access referred to in Article 104a of the Treaty.
14. Council Regulation EC No 249/95. of June 1995, appointing a member of the Court of Auditors, OJ L 199, 1.07.1995.
15. Madrid European Council, The scenario for the changeover to the single currency, 1995.



16. Council Regulation (EC) No 2494/95 of 23 October 1995 concerning harmonised indices of consumer prices, OJ L 257/1, 27. october 1995.
17. Criminal proceedings against Sanz de Lera, Cases 163/94,165/94 and 250/94, ECR I-4821,1995.
18. Resolution of the European Council on the establishment of an exchange rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16.June 1997, OJ C 236, 02.08.1997.
19. Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, Amsterdam, 17 June 1997, 97/C 236/1.
20. 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, OJ L 209, 2.8.1997.
21. Council Regulation (EC) No 1467/97 of 7 July 1997. on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure OJ L 209, 2.8.1997.
22. Council Regulation (EC) No 1103/97 of June 1997 on certain provisions relating to the introduction of the euro OJ L 162, 19.6.1997.
23. Council Regulation (EC) No 2531/98 of 23. November 1998, concerning the application of minimum reserves by the European Central Bank, OJ L 318,
24. Council Decision of 3. May 1998 in accordance with Article 109j (4) of the Treaty, No. 98/317/EC.
25. Council Regulation (EC) No 974/98 of 3 May 1998 on the introduction of the euro OJ L 139,11.5.1998.
26. Council Regulation (EC) No 2866/98 of 31 December 1998 on the conversion rates between the euro and the currencies of the Member States adopting the euro, OJ L 359,31.12.1998.
27. Council Regulation No.2532/98 concerning the powers of the ECB to impose sanctions, OJ L 318/4,1998.
28. Council Decision 98/415/EC of 29.juna 1998. on consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions, OJ L 1, 189, 03.07.1998.
29. Agreement of 1 September 1998 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in Stage Three of Economic and Monetary Union, OJ C 345, 13.11.1998.
30. Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998) on settlement finality in payment and securities settlement systems, Official Journal L 166, 11/06/1998.

31. Council Decision of 19 June 2000, in accordance with Article 122(2) of the Treaty, 2000/427/EC on adoption by Greece of the single currency on 1 January 2001, OJ L 167,7.7.2000.
32. Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the take-up and pursuit of credit institutions, Official Journal L 126, 26.05.2000.
33. Guideline of the European central bank ECB, 2000, No7, OJ L 310/12000.
34. Agreement of 14 September 2000 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area amending the Agreement of 1 September 1998 laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage III of economic and monetary union amended by the OJ C 362, 16.12.2000.
35. Council Regulation (EC) No 2597/2000 amending Regulation (EC) No 1103/97 on certain provisions relating to the introduction of the euro OJ L 300. 27.11.2000.
36. Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002, amending Council Directive 85/611/EEC on coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS, Official Journal L 166,11/06/1998.
37. Directive 2001/17/EC of the European Parliament and of the Council of 19 March 2001 on the reorganization and winding-up of insurance undertakings, Official Journal L 110, 20/04/2001.
38. Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, Official Journal L 168,27/06/2002.
39. Case C-11/00, *Commission v ECB*, 2003.
40. Council Decision 2003/89 EC of January 2003 on the existence of an excessive deficit in Germany – application of Art. 104 (6) of the Treaty establishing the European Community OJ L 34 2003.
41. Council Decision 2003/487 EC of June 2003 on the existence of an excessive deficit in France – application of Art. 104 (6) of the Treaty establishing the European Community, OJ L 34 2003.
42. EU Council Decision 2003/223/EC of Decision of the Council, meeting in the composition of the Heads of State or Government of 21 March 2003 on an amendment to Article 10.2 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, OJ L 83/2003.

43. European Central Bank, Convergence Report 2004.
44. Case C-27/04 Commission of the European Communities v. Council of the European Union od 13. July 2004.
45. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact, COM 2004.
46. Agreement of 16 September 2004 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area amending the Agreement of 1 September 1998 laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of Economic and Monetary Union, OJ C 281,18.11,2004.
47. Convergence Report 2004, European Economy Special Report, No 2/2004, European Commission 2005.
48. European Council: Presidency conclusions, „Report on improvement of the Implementation of the Stability and Growth Pact“, 22-23. March 2005.
49. Opinion of the European Central Bank on a proposal for a Council Regulation amending Regulation (EC); No. 1466/97, Official Journal C 144/2005.
50. Opinion of the European Central Bank on a proposal for a Council regulation amending Regulation (EC), No.1467/97, Official Journal C 144/2005.
51. Council Regulation (EC) No. 1055/2005 amending Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, Official Journal L 174, 07/07/2005.
52. Council Regulation (EC) No. 1056/2005 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, Official Journal L 174, 07/07/1997.
53. Council Regulation (EC) No. 2169/2005 amending Regulation (EC) No 974/98 on the introduction of the euro, OJ L 346,21.12.2005.
54. Recital 6 Guideline of the ECB of 30 December 2005 on a Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system (TARGET), ECB/2005/16,OJ L 18/1, 2006.
55. Council Decision No 2006/495/EC of 11 July 2006 in accordance with Article 122 (2) of Treaty on the adoption by Slovenia of the single currency on 1 January 2007, OJ L 195/2006.
56. Guideline of the European central bank of 31 August 2006 amending Guideline ECB/2000/7 on Monetary Policy Instruments and Procedures

of the Eurosystem, Official Journal of the European Union L 352/1,2006.

#### б) Књиге, монографије, чланци

1. Allemand Frederic, *The Impact of the EU Enlargement on Economic and Monetary Union: What Lessons Can be Learnt From the Differentiated Integration Mechanisms in an Enlarged Europe?*, „European Law Journal“, Vol 11, No.5, 2005.
2. Arda Atilla, *Institutional Aspects of the European System of Central Banks: A Commentary on article 107*, in: „Smit&Heryog on the Law of the European Union“, ed. CampbellChristian et. al, 2006, Available at SSRN:<http://ssrn.com>
3. Arda Atilla, *Regulatory Powers of the European Central Bank: A Commentary on Article 110 TEC*, in: „Smit&Heryog on the Law of the European Union“, ed. CampbellChristian et. al, 2006, Available at SSRN:<http://ssrn.com>
4. Arda Atilla, *Objectives and Tasks of the European System of Central Bank: A Commentary on Article 105 TEC*, in C. Campbell, P. Herzog and G. Zagel, „Smit&Herzog on the Law of the European Union“ (2005, loose-leaf). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=928148>.
5. Artis Michael, *One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, „Open Economies Review“, No.2, 1991.
6. Ahtik Meta, *Postopek uvedbe evra in vloga Banke Slovenije*, Podjetje in delo XXXII, 6-7/2006.
7. Бабић Анте, *Циљеви и вјеродостојност монетарне политике, независност и одговорност централне банке*, [www.ijf.hr](http://www.ijf.hr).
8. Бабић Анте, Жигман Анте, *Валутне кризе: преглед теорије и искуства 1990-тих*, „Прегледи“, No.3, ХНБ, 2000.
9. Bartel Robert, *“International Monetary Unions: The XiX Century Experience”*, Journal of European Economic History, no.3, 1974.
10. Bednaš Marijana, *Reforma Pakta stabilnosti in rasti*, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, Delovni zvezek, no 12, Ljubljana, 2006.
11. Benigno P, *Optimal Monetary Policies in a Currencs Area*, „American Economic Review“, No. 57, 2004.
12. Benjamin Cohen, *“Monetary Unions”*, EH.Net Encyclopedia, edited by Robert Whaples. January 24, 2003.

13. Benjamin Kohen, *Monetary Union: The Political Dimension*, in: D. Salvatore, J. W. Deen and T. D. Wjillett, „The Dollarization Debate“, Oxford University Press, 2003.
14. Божић Милорад, *Економска политика*, Ниш, 2006.
15. Bofinger Peter, *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, OUP, 2001.
16. Bofinger Peter, *The EMU after three years: Lessons nad challenges*, Wurzburg Economic Papers, No 33, May 2002.
17. Буковшак Маја *et. al*, *Еуропска монетарна унија - институционални и економски аспекти*, у: „Еуро - Еуропска монетарна унија и Хрватска“, ед. Вујчић Борис Масмедиа, Загреб, 2003.
18. Buti M, *Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective*, „European Economy Economic Papers“, No 241, 2006.
19. Buti M. Eijffinger, S, D.Franco, *Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?*, CEPR Discussion Paper, No.3692, 2005.
20. Вукадин Емилија, *Економска политика*, Београд, 1999.
21. Вукадиновић Радован, *Право европске уније*, Крагујевац, 2006.
22. Wagner Helmut, *Preconditions for the Success of the European Monetary Union*, in: *The Making of the European Union – Contributions of the Social Sciences*, ed. Haller Max, Springer-Verlag, Berlin, 2001.
23. Wagner Helmut, *Pitfalls in the European Enlargement Process – financial Instability and Real Divergence*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion paper, No.6, 2002.
24. Wyplosz Charles, *Fiscal Policy: Institution versus Rules*, „National Institute Economic Review“, No191, 2005.
25. Gianviti François, *Current Legal Aspects of Monetary Sovereignty*, IMF, 2002.
26. Goodhart Charles A. E, *The Political Economy of Monetary Union*, in: „Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy“, ed. Peter B. Kenen, Princeton University Press, 1995.
27. Гргић Мато *et. al*, *Финанцијска либерализација, монетарна и фискална политика Еуропске уније*, „Серија чланака у настајању“, Загреб, No 14/2006.
28. De Grauwe Paul, *Економија монетарне уније*, Нови Сад, 2004.
29. De Grauwe Paul, *The Eastern Enlargement of the European Monetary Union*, „Journal of European Affairs“, Vol. 2, No.3, 2004.
30. Dutzler Barbara, *The European System of Central Banks: An Autonomous Actor?*, Springer, 2003.
31. Dutzler Barbara and Hable Angelika, *The European Court of Justice and the Stability and Growth Pact - Just the Beginning?*, European Integration online Papers (EIoP), Vol. 9, No5, 2005.
32. Doukas Dimitrios, *The Frailty of the Stability and Growth Pact and the European Court of Justice: Much Ado about Nothing?*, „Legal Issues of Economic Integration, No.32/3, 2005.
33. Eijffinger S. C. W, , De Haan J, *European Monetary and Fiscal Policy*, OUP, 1999.
34. Eichengreen Barry, *Europe, the euro and the ECB: Monetary success, fiscal failure*, „Journal of Policy Modeling“, No.27, 2005.
35. European Central Bank, *The Stability Oriented Monetary Policy of the Eurosystem*, Monthly Bulletin, 1999.
36. European Central Bank, *Monthly Bulletin*, October, 2001.
37. European Commission, *EMU after 5 years*, European Economy Special Report, 15. july 2004.
38. European Central Bank, *Annual Report*, 2005.
39. European central bank, *Convergence Report*, 2006.
40. Илић Гордана, *Реформе Европске уније - Институционални аспекти*, Београд, 2004.
41. Јанковец Ивица, *Правни аспекти новчаних обавеза*, Службени Лист, , Београд, 2003.
42. Јањевић Милутин, *Европска монетарна унија*, „Међународни проблеми“, Београд, 1998.
43. Јањевић Милутин, *Устав Европе*, „Службени гласник“, Београд, 2005.
44. Јакшић Миомир, *Централна банка и монетарна обавеза*, „Економски анали“, бр. 160, јан-март, 2004.
45. Јелић Маријана, *Уговор о реоткупу (repo посао)*, „Финанцијска пракса“, бр.4/2000.
46. Jensen R. Kirsten, *Inside EU, Outside EMU: Institutional and Legal Aspects of the Exchange rate Mechanism II*, in: „Legal Aspects of the European System of Central Bank“, ed.L. Amicorum and P.Z. Gravelli, ECB, 2005.
47. Јовановић Мирослав, *Европска економска интеграција*, Београд, 2004.
48. Канџија Винко, *Господарски сустанв Еуропске уније*, Ријека, 2003.
49. Картеун G. J. P, *EMU and Central Bank: Chances Missed*, „European Constitutional Law Review“, No.1, 2005.



50. King M, *Challenges for Monetary Policy: New and Old*, "New Challenges for Monetary Policy", ed. T.Hoenig, Wayoming, August 26-28, 1999.
51. Krugman Paul, *What Do We Need to Know about the International Monetary System*, „Essays in International Finance“, No.190, Princeton: International Finance Section, 1993.
52. Kozamernik Davor, *The ERM II Issues: An Interpretation of the Slovenian Approach*, „Atlantic Economic Journal“, Vo.32, No4, December, 2004.
53. Lapasse Patrice, *The Legal Status of the Euro*, in: „Legal Aspect of the European System of Central Banks“, ed. L. Amicorum and P. Z. Garavelli, ECB, 2005.
54. Levitt Malcolm and Lord Christopher, *The Political Economy of Monetary Union*, Macmillan Press LTD, 2000.
55. Лопандић Душко, *Оснивачки уговори Европске уније*, Београд, 2003.
56. Lastra, R. M, *How Much Accountability for Central Banks and Supervisors*, Central Banking, No 12/2, 2001.
57. Ловриновић Иван, Иванов Маријана, *Новац и господарска активност*, Зборник Економског факултета у Загребу, година 1, бр. 1, 2003.
58. Lenihan J. Niall, *The Price Stability Mandate of the European System of Central Banks: A Legal Perspective*, „Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law“, Washington, D. C, October 23-27, 2006.
59. Louis Jean-Victor, *Monetary policy and central banking in the Constitution*, in: „Legal aspects of the European System of central banks“, ECB, ed.Amicorum P.Z.Garavelli, 2005.
60. Louis Jean-Victor, *The Economic and Monetary Union: Law and institutions*, „Common Market Law Review“, No.41, 2004.
61. Masson R. P., *Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU*, IMF Policy Discussion Paper, No. 5, 1999.
62. Mann A.F, *Legal Aspect o Money*, 5th edition, Oxford: Clarendon Press,, 1992;
63. Mahony D, *Past Justifications for Public Interventions*, in: „Currency Competition and Monetary Union“, ed. P. Salin, The Hague, 1984.
64. Meichsner Vjekoslav, *Основе монетарног права*, Информатор, Загреб, 1981.
65. Милета Влатко, *Лексикон Европске уније*, „Политичка култура“, Загреб, 2003.
66. Micossi Stefano, *Economic Policy Coordination and Policy Regimes in the European Union*, EPIN Working Paper, No.2, July 2002.
67. Mishkin Frederic, *What Monetary Policy Can and Cannot Do*, in: „Monetary Policy in Transition: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms“, ed. P. Achleitner, Oesterreichische Nationalbank, Viena, 1996.
68. Мисита Невенко, *Основи права Европске уније*, Сарајево, 2002.
69. Mishkin S. Frederic, *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Београд, 2006.
70. Mihaljek, D, *Theory and Practice of Confederate Finances* u: P. B. Sorensen (ed), *Public Finance in a Changing World*, Palgrave Macmillan, 1998.
71. Михаљек Дубравко и Тиссот Бруно, *Поглед средишњих банака на фискалне позиције у новим тржишним привредама*, „Финансијска теорија и пракса“, 27, 2003.
72. Mundell R, *Monetary Unions and the Problem of Sovereignty*, ANNALS AAPSS, No 579, January 2002.
73. Mundell R. A, *A Theory of Optimum Currency Areas*, American Economic Review, Vol. 51, No.4, 1961.
74. McKinnon I. Ronald, *Optimum Currency and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II*, Journal of Common Market Studies, No 4/4, 2004.
75. Никић Горажд, *Смијемо ли се већ сада одрећи монетарног суверенитета?* у: „Економска политика у републици Хрватској“, ред. Дујшин У.и Ведриш М, IV измењено издање, Загреб, 2005.
76. Норшић Игор и Шошић Ведран, *Међународно значење еура*, у: Еуро Европска монетарна унија и Хрватска, ред. Вујчић Броис, Загреб, 2003.
77. Nuti Mario, *The Costs and Benefits of Euro-isation in Central- Eastern Europe before or instead of EMU Membership*, Centre for New and Emerging Markets, No. 6, 2000.
78. Otmar Issing, *The ECB and the Euro: the First Five Years*, „Institute of Economic Affairs“, 2004.
79. Otmar Issing, *The ECB and the euro – the first 6 years: A view from the ECB*, „Journal of Policy Modeling“, No. 27, 2005.
80. Padoa-Schioppa Tommaso, *Trajectories Toward the Euro and the Role of ERM II*, „International Finance“, Vol.6, No1, 2003.
81. Priego J. Francisco and Conlledo Fernando, *The Role of the Decentralisation Principle in the Legal Construction of the European*

- System of Central Banks*, in: „Legal Aspects of the European system of Central Banks“, ed. Amicorum L and Garavelli Z. P, ECB, 2005.
82. Pollard S. Patricia, *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*, „Review Federal Reserve Bank of St. Louis“, January/ february, 2003.
83. Попов -Илић Гордана, *Пореско право Европске уније*, „Службени гласник“, Београд, 2004.
84. Proctor Charles, *Mann on the Legal Aspect of Money*, Sixth edition, Oxford University Press, 2005.
85. Proctor Charles, *The Future of the Euro - What Happens if a Member State Leaves?*, „European Business Law Review“, 2006.
86. Salvatore Dominic, *The Euro, the European Central Bank, and the International Monetary System*, „Annals, AAPSS“, No 579, 2002.
87. Sparve Robert, *Central Bank Independence Under European Union and Other International Standards*, in: „Legal Aspects of the European System of Central Banks“, ed. L. Amicorum and P. Z. Garavelli, ECB, 2005.
88. Sousa A.P, *Independent and Accountable Central Banks and the European Central Bank*, European Integration online Papers (EIOP) Vol. 5, No 9, 2001.
89. Smits Rene, *The European Central Bank: Institutional Aspects*, „International and Comparative Law Quarterly“, Vol. 45, April, 1996.
90. Stiglitz Jozef, *Central banking in a Democratic Society*, „De Economist“, 146, 1998.
91. Scheller K. Hanspeter, *The European Central Bank: history, role and functions*, ECB, 2004.
92. Scott S. Hal, *When the Euro falls Apart*, „International Finance“, No.1/2, 1998.
93. Tavlas S. G., *Benefits and Costs of Entering the Eurozone*, „Cato Journal“, Vol.24, No.1-2, Spring/Summer, 2004.
94. Tanzi Vito, *The Stability and Growth Pact: Its Role and Future*, „Cato Journal“, Vol. 24, No 1-2 Spring/Summer, 2004.
95. Tuma Zdenek, *Monetary Policy Towards E(M)U Accession: A Central Banker's View*, „Atlantic Economic Journal“, Vol.31, No.4, 2003.
96. Тировић М, *Девизни курсеви*, Београд, 2000.
97. Фауленд М, et.al, *Критерији Еуропске уније с посебним нагласком на економске критерије конвергенције - Гдје је Хрватска*, „Прегледи ХНБ“, П-19,2005.
98. Feldstein Martin, *The Euro and the Stability Pact*, „Journal of Policy Modeling“, No27, 2005.

99. Fischer C. Thomas, *An American Looks at the European Union*, „European Law Journal“, 2006.
100. Fischer Stanley, *Modern Central Banking*, in: „The Future of Central Banking“, ed. F. Capie et. Al, Cambridge, 1995.
101. Haan de Jakob, Osterlo Sander, *Transparency and accountability of central banks in their role of financial stability supervisor in OECD countries*, „European Journal of Law and Economic“, 2006.
102. Haber G. and McKibbin W, *Global Implications of Monetary and Fiscal Policy Rules in the EMU*, „Open Economies Review“, No 13, 2002.
103. Hefeker Carsten, *The Monetary Policy Consequences of Enlargement*, „Focus“, 2006.
104. Herdegen Martin, *Europsko pravo*, Rijeka, 2002.
105. Herdegen J. Matthias, *Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom*, „Common Market Law Review“, No.9, 1998.
106. Hochreiter Eduard, Tavlas S. George, *On the road again: an essay on the optimal path to EMU for the new member states*, Journal of Policy Modeling, No. 26, 2004.
107. Capite Forrest, *Monetary Unions in Historical Perspective: What Future for the Euro in the International Financial System*, „Open Economies Review“, No.9, 1998.
108. Corden W.M, *Monetary integration*, „Essays in International Finance“, No 93, 1972.
109. Coeure Benoit and Pisani-Ferry Jean, *Fiscal Policy in EMU: Towards a Sustainability and Growth Pact?*, „Oxford Review of Economic Policy“, Vol, 21, No4, 2005.
110. Шабић Ана, *Реформа пакта о стабилности и расту*, „Финансијска пракса“, бр.3/2006.
111. Šaroch S.et. al, *Euro Adoption in the New EU Member Countries*, „Eastern European Economics“, vol.43,no2, 2005.
112. Шимовић Јуре, Шимовић Хрвоје, *Фискални сустан и фискална политика*, Загреб, 2006.