

ИМПЛИКАЦИЈЕ ЕВРА НА СИСТЕМСКИ РИЗИК

IMPLICATION OF EURO ON SYSTEMATIC RISK

Доц. др Иван Мировић

Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије
Бијељина, БиХ; Република Српска

Резиме: Монетарна економија је са увођењем евра у Европски монетарни систем и финансијском глобализацијом доспјела у средиште економске науке редифинишући однос политике и економске рационалности. Емпиријско искуство свједочи о ефектима евра прије и након финансијске кризе у свим аспектима, потрошача, нација и грађана у Европској унији. Након увођења, ефекти евра као фидуцијарног и договореног новца су видљиви у преображају финансија предузећа, у проширењу и перспективи уједињавању тржишта, у англосаксонизацији тржишта капитала. Међутим, евро у финансијској кризи не води уједињавању Европе, јер се од новца којим се требала избјећи „тиранија валутног тржишта“ претворио у инструмент дисциплиновања слабијих држава политиком штедње примјењиване тридесетих година двадесетог вијека. ЕЦБ, због институционалних разлога и монетарне дефиниције није зајмодавац у крајњој нужди, те је препустио слабије европске државе стихији и немилости глобалног тржишта. Интеграција финансијских тржишта са увођењем евра доводи до релевантних преузимања ризика, што европске банке чини рањивијим на финансијске кризе, посебно у условима у којима јавне власти не слиједи интеграцију тржишта у Европској унији. Запосленост је глобално постала прворазредно економско, социјално и политичко питање и први монетарни циљ у већини земаља у Европској унији, поготово у земљама у транзицији. Са увођењем евра у име конкуренције, владе европских држава престале су да воде активну економску политику. Стабилности и квалитет евра је функција стабилности цијена и праведније расподеле дохотка. Глобализација активира системски ризик и повећава рањивост финансија на кризе. Финансијска криза је детектовала и изоштрила слабости у Европској унији у регулацији, надзору и

управљању у финансијском систему којим се слаби финансијска стабилност и јача системски ризик. У монетарном глобалном проблему су девизни режими, превенција системског ризика и финансијско управљање кризом.

Кључне ријечи: монетарна економија, евро, системски ризик, финансијска криза, макроруденцијални приступ, буџетска штедња, финансијска стабилност, девизни режими, регионализација свијета, монетарни одбор.

Abstract: Monetary economy has come into the centre of economic science with introduction of euro into the European monetary system and financial globalisation, redefining the relationship between the politics and economic rationalisation. The empiric experience gives evidence about the effects of euro before and after the financial crisis in all aspects, consumers, nations and citizens in the European Union. Following introduction, the effects of euro as fiduciary and agreed money have become visible in transformation of companies' finances, expansion and perspective market integration, and the Anglo-Saxon influence on capital market. However, the euro during financial crisis has not led to integration of Europe, because the money that should enable avoidance of "tyranny of currency market" has become an instrument for disciplining of weaker states by policy of saving used during 30s in the XX century. ECB, due to institutional reasons and monetary definition is not a creditor of final instance, thus it let weaker European countries to chaos and disfavour of global market. Integration of financial markets through introduction of euro leads to relevant risks' transfer, which makes European banks vulnerable for financial crisis, especially in conditions in which public authorities do not follow integration of markets in European Union. Employment has globally become major economic, social and political issue and the first monetary

goal in the majority of EU countries, especially in transitional countries. By introduction of euro in the name of competition, the governments of European countries have stopped to lead active economic policy. Globalisation activates systematic risk and increases vulnerability of finances to crises. Financial crisis has detected and sharpened weaknesses in the EU regulation, supervision and management of financial system, which weakens financial stability and strengthens systematic risk. The monetary global problem includes currency regimes, prevention of systematic risk and financial crisis management.

Keywords: monetary economy, euro, systematic risk, financial crisis, macro prudential approach, budgetary savings, financial stability, currency regimes, regionalisation, monetary board.

I. УВОД

Финансијска глобализација и формирање евра, као sui generis фидуцијарне наднационалне новчне јединице у еврозони довели су монетарну економију у центар економске науке афирмишући наново релацију политике и економске рационалности.

Европска економска криза и стање у економској теорији неодољиво подсећају на вријеме у коме је Кејнз у Општој теорији камате и новца закључио да су „упадљиви недостаци“, економије тог доба „неуспјех да се обезбиједи пуна запосленост и произвољна и неправедна расподела богатства и доходака.“⁸⁸

Кејнз је, „пуну запосленост“, ставио у средиште економске анализе, јер тек у условима пуне запослености, слабост склоности ка потрошњи доприноси порасту капитала, „Разумљиве су психолошке и друштвене неједнакости богатства и доходака, али не и оправдање,“ за тако велике какве данас постоје.⁸⁹

Истовремено, то је у монетарној теорији подсећање на Кејнза који је предлагао наднационалну монету банкор умјесто злата који емитује Свјетска банка да задовољи потребе „ликвидности“, држава за дефицитом.

Међутим, то истовремено проблематизује питање евра и европског монетарног система. Емпиријско искуство свједочи да евро као наднационална монета у финансијској кризи не води уједињавању Европе, јер економија и политика не иду у истом смјеру. Појава евра као агенса финансијске глобализације и

инструмента диктатуре тржишта отвара питање његове теоријске елаборације не само као регулатора тржишта, већ и као дубље друштвене институције и оператора друштвене кохезије у ЕУ. Наиме, у економији ЕУ се трага за банкарском унијом и рјешавањем дугова, а у политици се догађа повратак на старо пред унијско стање у коме јачају националне државе.

Данијел Коен тврди да су „њемачки вишкови ослабили еврозону, чудновато бацивши Европу у средиште финансијске кризе.“⁹⁰

Евро као фидуцијарни и договорени новац још нема адекватну и усаглашену монетарно економску елаборацију. Међутим, импликације увођења евра су видљиве у разним аспектима, потрошача, нација и грађана у ЕУ, али и шире. Утицај евра, одмах након увођења, у еврозони и Унији евидентан је како у преображају финансија предузећа, у проширењу и перспективи уједињавању тржишта, тако и у англосаксонизацији тржишта капитала. Путем тржишта хартија од вриједности, посебно дужничких, нивелишући разлике у каматним стопама сличних хартија раније номинованим у националним валутама, евро је омогућио да се успостави, „јединствена крива приватних приноса у еврима, и уједини унијско тржиште капитала преко хартија.

Међутим, иако је евро замијенио злато као средство плаћања, уведен да се избјегне „тиранија валутног тржишта“, претворио се у „нови златни кавез“, који дисциплинује слабије европске државе на исту мјеру „штедње какве су примјењиване тридесетих година,“ од Грчке, до Шпаније, Италије и Француске.⁹¹

Европска стратегија је у смањену дефицита који има за последицу смањивања привредног раста и пораст незапослености. Политика штедње води паду повјерења и порасту ксенофобичних политика у земљама Европе

II. МОНЕТАРНА ОДГОВОРНОСТ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ И УТИЦАЈ ЕВРА

Аналогно политици Федералних резерви у америчкој финансијској кризи 1929. године, Европска централна банка није се показала на висини своје монетарне одговорности, дијелом

⁸⁸ Џон М. Кејнз, „Општа теорија запослености, камате и новца“, ЈП Службени гласник, Београд, 2013. стр 362

⁸⁹ Ибид, стр 363

⁹⁰ Данијел Коен, „Номо економичес-(заблудели) пророк нових времена“, Клио, Београд, 2014. стр 105

⁹¹ Ибид, стр.105

због своје институционалне структуре, дијелом због своје инертности.

Наиме, ЕЦБ не игра улогу, зајмодавца у крањој нужди, препуштајући европске државе, поготово оне слабије, стихији и немилости глобалног тржишта. Један аспект се не смије испустити из вида, а то је институционална структура и правна природа ЕУ као, државе, која по логици ствари не може да, установи извјесно централно руковођење стварима које су сада препуштене иницијативи појединца.

ЕЦБ је тек са заоштравањем финансијске кризе интервенисала на секундарним тржиштима примјеном откупа дугова, 2011. године, те политиком масовног кредитирања банака у намјери да ће оне позајмљивати државама. Ослабљеним европским државама наметнуте мјере штедње постају Дамаклов мач, а Европи у кризи, економска интеграција не води политичком уједињењу. Постојећа економска ситуација у Европи као да даје за право Ж. Монеу, који је истакао да би уједињење Европе требало почети са културом, заправо културном европеизацијом њених грађана. ЕЦБ је прихватила хартије као залог за предујмове банкама као инструмент регулисања ликвидности монетарног тржишта.⁹²

Јединствена крива као референтна, приноси хартија бољег квалитета омогућује прецизнију процјену ризика индивидуалних емитената проширујући ту процјену и на категорије са високим ризиком. Утицај евра је двојак прије кризе и у самој кризи. Утицај евра након увођења, прије економске и финансијске кризе, на експанзију финансијских тржишта био је очит у промјени пословне климе у Европи, нарочито у ширењу фузија, куповина и непријатељском преузимању како предузећа, тако и банака.

Под утицајем неолиберализма на раст тржишта капитала снажно су утицале технолошке иновације, дерегулација активности са природним монополем, те приватизација јавних предузећа. Међутим, иако је трка за берзанском валоризацијом, као критеријем управљачке успјешности водила промјени принципа управљања предузећем, ипак то није директно водило и снижавању трошкова производње. Тржиште капитала у еврозони и ЕУ, слично америчком, али без јединственог емитента, настало увођењем евра, са нагласком на берзанској валоризацији резултата и управљања компанијом преобразило је производне структуре у Европи и довело до

евидентне промјене, до нових власника предузећа у релативно кратком периоду. И напосред увођење евра упутило је банке на концентрације, пораст властитих банкарских послова и профитабилнија приватна потраживања са вишим ризицима. Интеграција финансијских тржишта са увођењем евра доводи до релевантних преузимања ризика, што европске банке чини рањивим на финансијске кризе, посебно у условима у којима јавне власти не слиједе интеграцију тржишта у Европској унији

III. ПРОБЛЕМ ОДЛУЧИВАЊА И СТРАХ ОД ИНФЛАЦИЈЕ

Увођењу евра у монетарни систем претходило је стварање ЕМУ. Стварање ЕМУ мотивисано је између осталог:

- a. стварањем заштићеног и аутономног економског простора - 16% свјетског бруто производа, заштићеног од коњуктурних шокова који долазе из остатка свијета, и
- b. стварањем јединственог и конкурентног тржишта капитала, роба и услуга што би имплицирало убрзање потенцијалног раста.⁹³

Међутим, упркос очекивањима до раста није дошло, евро и ЕЦБ нису нивелисали разлике у националном развоју чланица ЕУ. Нова економија у еврозони под утицајем финансијске кризе очитовала се у ланчаном задуживању, берзанским шпекулацијама, претјераним инвестицијама у сектор нових технологија. Дакле, еврозона није била ни поштеђена ни заштићена на ударе америчке кризе. Постала је неотпорна, као и плодно тло за ширење финансијске и економске кризе.

ЕЦБ пројектована по узору на Бундес банку орјентисана на стабилност цијена у условима јавне регулације финансијских тржишта не може да одговори на структурну неравнотежу, дефлацију, као и неусклађеност америчке и европске монетарне политике. Евро је као тврди Michel Aglietta, убрзао интеграцију финансијских система, али је и преузео њемачку монетарну доктрину о контроли инфлације". За разлику од ФЕД-а који оцјењује стабилност цијена у функцији понашања, не чинећи је примарним циљем, примарни циљ је пуна запосленост и одржавање равнотеже ризика, ЕЦБ од новчане масе чини свој оперативни циљ, држећи инфлацију на доњој

⁹² Michel Aglietta, Andre Orlean, "Новац између силе и повјерења", Мате, Загреб, 2007. стр. 288

⁹³ Ибид, стр.291

граници. Дакле, пуна запосленост и привредни раст нису у фокусу циљева ЕЦБ нити она располаже инструментима монетарне политике. Проблем одлучивања у ЕУ у цјелини, па и у самој Централној банци чини је инертном на ударе финансијске кризе и усаглашени пад европских и америчких каматних стопа. Полазећи од принципа јемства као темељне вриједности монетарне политике, ЕЦБ као прва савезна установа у ЕУ запоставља раст и правду као темеље повјерења. Економски посматрано за разлику од ФЕД она није оперативни централизован, што је посљедица принципа и начина консезуалног одлучивања и правног устројства и ЕЦБ и саме ЕУ. У економској теорији је општеприхваћено да је системска централизација монетарне политике ЕУ услов њене ефикасности и вођења „forward- looking“, политике која предвиђа будући развој коњуктеуре. ЕЦБ је позивајући се прије свега на номинално сидро недовољно осјетљива на дефинисање монетарне политике и финансијску глобализацију. Додатни проблем лежи у чињеници да Европска Комисија и ЕЦБ нису контролисане нити могу бити санкционисане од европског ауторитета као симбола суверенитета, јер такав и не постоји. Мишљења смо, да национални економски суверенитет делегиран на комуитарне институције које нису демократски контролисане може имати импликације по судбину евра.

IV. ЗАПОСЛЕНОСТ ПРВИ МОНЕТАРНИ ЦИЉ

Запосленост је глобално постала прворазредно економско, социјално и политичко питање и први монетарни циљ у већини земаља ЕУ, поготово земаља у транзицији. Познато је да је Кејнс преферирао централно државно руковођење, које је потребно да би се обезбједила пуна запосленост, које по логици ствари води проширивању, традиционалних функција владе, у корист мира, али и на уштрб, производне ефикасности и слободе,⁹⁴ Милтон Фридман за разлику од Кејнза мисли да је Велику депресију створило „погрешно владино управљање, а не нестабилност која је својствена приватној економији.“⁹⁵ Дужност владе је да створи стабилан монетарни оквир за економију, стабилну монетарну и фискалну или

⁹⁴ Џон М. Кејнс, „Општа теорија запослености, камате и новца“, ЈП Службени гласник, Београд, 2013. стр 368

⁹⁵ М. Фридман, „Капитализам и слобода“, ЈП Службени гласник, Београд, 2012. стр.49

буџетску политику. Дакле, одговорност за новац, који је сувише озбиљна ствар да би се повјерио банкарима централне банке је услов ограничења моћи и развоја слободног друштва. То значи доношење закона о вођењу монетарне политике путем којих ће јавност контролисати ту политику путем јавне власти. Фридрих Хајек вјерује да монетарна политика утицајем на каматне стопе може довести до великих промјена у структури и темпу производње, стога монетарна власт мора обазриво да користи инструменте те политике. Државно регулисање доводи до „дисторзије цијена“, већа количина тог лијека не рјешава, него продубљује проблем. Хајек је био за идеју приватног денационализованог новца, заснованог на некој репрезентативној корпи валута, попут евра. Стабилност новца је у „стању да купи исту количину репрезентативне робе.“⁹⁶ Наиме, за разлику од САД у којој је пуна запосленост први монетарни циљ и у условима раста неједнакости, гдје Конгрес контролише ФЕД у остваривању тог циља и кејнзијански подупире буџет у савлађивању рецесије и остваривању националних интереса, у Европи и у условима неолиберализма дјелују системи социјалне заштите. Друштвеним уговором о социјалној политици у континенталној Европи друштво преузима у дуг социјалне ризике својих чланова. Евидентно је да су са увођењем евра у име конкуренције, владе европских држава престале да воде активну економску политику. Са мрвљењем социјалне политике и заштите као европског стандарда и тековине, ограничавања пореске основице у име слободе капитала, порасту нестабилности у погледу посла, дохотка и положаја, делегитимише се и еврo. Дакле, стабилност и квалитет евра је функција стабилности цијена и праведне расподеле дохотка. Овдје еврo посматрамо и као јавно добро и фактор социјалне повезаности који је рођен на тржиштима, прихваћен од потрошача. Неки народи, попут Данаца, Грка, Исланђана одбацују европски суверенитет и еврo.

V. ПРОБЛЕМИ МЕЂУНАРОДНОГ МОНЕТАРНОГ СУВЕРЕНИТЕТА

Крај двадесетог вијека обиљежила је финансијска глобализација. У земље у развоју и транзицији дошло је до прилива ликвидног финансијског капитала који постојећи

⁹⁶ Ф. Хајек, „Пут у ропство“, ЈП Службени Гласник, Београд, 2012. стр.236

финансијски системи нису били кадри апсорбовати, првенствено због величине финансијских тржишта што је довело до нереда у тим земљама.

Финансијска криза у средишту финансијске глобализација се ширила на већину западних земаља, али и земље широм свијета. Не постоји политички суверенитет нити ауторитет који би обезбиједио координацију централних банака ни на превенирању нити рјешавању кризе плаћања, кризе ликвидности. Евидентно је да не постоји монетарни суверенитет на простору на коме се одређена валута користи, осим на простору емисије. У међународној регулацији не постоји јединствен монетарни принцип „који би повезао различите валуте у приватној употреби“. Глобализација изазива финансијску нестабилност на тржишу, међудјеловање кредита и цијена актива изазива неравнотежу. Тржиште акција предузећа заступљених на информационим технологијама у САД финансирано је кредитима у еврима и јенима. Тржишта финансијских деривата замагљују информације о позицијама и слабом надзору финансијских установа изложених бројним и специфичним ризицима. У темељу овог концепта је систем плаћања као јавно добро, гдје би емитенти били поуздане институције, а средства плаћања апсолутно сигурне активе, централни новац и краткорочни трезорски записи.

Michel Aglietta i Andre Orlean сугеришу исти систем контроле и превенције ризика организованих и договорених тржишта, са аспекта транспарентности и ликвидности.

Клириншке куће су се показале релативно поузданим институцијама у превенцији ризика. Наиме, клириншке куће израчунавају мултилатералне нето позиције својих чланова, дневна намирања, унос сигурних хартија и новца на темељу маржи које су повезане са величином дужничких позиција.

У арсеналу превенције ризика су дјелотворне императивне норме ограничавања ризика на које наилазе чланови у одвајању операција у своје име и за свој рачун од операција за рачун трећих лица, као и норме којим се регулише трансвер рачуна трећих лица на друге чланове у случају стечаја једног од њих. Клириншка кућа надгледа финансијско стање чланова и у складу са правилима струке и регулаторних установа контроле тржишта примјењује јединствени модел оцјене тржишног ризика

Функционална регулација финансијских тржишта подразумијева тијесну сарадњу регулатора тржишта који су се махом бавили

заштитом потрошача а не системским ризиком. Финансијска реформа би требала имати у центру не правне статусе финансијских установа, већ надзор у функцији профила ризика финансијских производа којим се баве. М. Aglietta и А. Orlean вјерују да је могућа хомогенизација услова новчане емисије у институцијама монетарних служби И њихова интеграција у систем мултилатералног обављања девизних трансакција што би била инфраструктура свјетског новца, наравно уз емисију једне крајње резервне активе.⁹⁷

Акумулација капитала у међудјеловању цијене кредита и цијене актива води неминовно кризи као начину функционисања капитализма. Апсолутне превенције ни заштите од ризика нема, али се могу ублажити последице финансијских криза. Улога централне банке, односно зајмодавца последњег уточишта је немјерљива.

VI. РЕГУЛИСАЊЕ И НАДЗОР СИСТЕМСКОГ РИЗИКА У ЕУ

Системски ризик је ризик од поремећаја у финансијском систему или његовом дијелу у пружању финансијских услуга који може да производи негативне поледице у реалном сектору. Јавља се у двије димензије, ширењу ризика на друге повезане дијелове система (Cross sectional dimension) и иманентну цикличност финансијског система у времену (Time dimension).⁹⁸ У циљу ограничења и контроле системског ризика предузимају се макроруденцијални инструменти као регулаторне мјере у циљу превенирања ризика системски битних финансијских институција. Системски битне финансијске институције дефинисане су величином, немогућношћу супституције и повезаношћу.

У превенирању системског ризика релевантни су стандарди Базелског комитета којим се унапређују способности банкарског сектора да апсорбује шокове из финансијског и економског стреса, мјере за подизање квалитета, конзистентности и транспарентности базе прописаног капитала, јачање покрића ризика капиталним оквиром, јачање захтјева за капиталом за изложености кредитном ризику партнера из деривата, репоа и активности финансирања хартија од вриједности.

⁹⁷ Michel Aglietta, Andre Orlean, “Новас између силе и повјерења”, Мате, Загреб, 2007. стр. 318

⁹⁸ www.nbs.rs

Ту су режим реорганизације, структура финансијске индустрије, отпорнија тржишна структура, порези и супервизија системски битних финансијских институција⁹⁹.

Монетарна политика мора имати јаку улогу подршке и превенције, утицај на финансијску стабилност, на финансијске иновације и потрагу за профитом. Финансијска стабилност је резултанта дејства монетарне, фискалне, макро и микро пруденцијалне политике праћене одговарајућом супервизијом.

Улога централних банака у регулисању је незамјенљива, уз услов да су супервизори банака. Затим, превласт правила у супервизији у односу на дискрециона правила, сарадња између супервизора на међународном нивоу, подршка Европског борда за системски ризик, Г 20. Европска комисија има одговорност за јачање европских супервизијских аранжмана у превенцији системског ризика.

Финансијска криза је детектовала слабости у ЕУ у регулацији, надзору и управљању у финансијском систему којим се слаби финансијска стабилност и јача системски ризик.¹⁰⁰

Ревидиран је нови надзорни аранжман и успостављени нови органи надзора (ESRB), Европски одбор за системски ризик, (ESFS) ,Европски систем финансијских супервизора, и (JCESA), Заједнички комитет Европских надзорних власти., којим су интегрисани системи надзора који ће функционисати по начелу супсидијарности.

ЕЦБ би требало да има значајну улогу у провођењу макропруденцијалног надзора, као и националне централне банке. Међутим, то је ипак кординација, праћење надзора плаћања, клиринг, система поравнања, затим узајамна сарадња и размјена информација, упућивање упозорења и препорука.

Интенција нове регулативе и надзора је на побољшању институционалног и правног оквира финансијске стабилности, отклањању системских и других ризика, превенирању и ублажавању кризе. Институционална структура ЕУ и благе реформе, успостављање ESRB- а са којим ће ЕЦБ и националне централне банке сарађивати нису озбиљна гаранција јачању

финансијског надзора у оквиру европског тржишта.

ЗАКЉУЧАК

Макропруденцијални инструменти као регулаторне мјере у циљу превенирања системских ризика битних финансијских институција, као ни прописани стандарди Базелског комитета којим се унапређују способност банкарског сектора да апсорбују шокове из финансијског и економског стреса, као ни ревидиран нови европски надзорни орган, нису довољно добри да дају адекватан резултат. Финансијска стабилност је резултанта садејства монетарне политике, фискалне политике, макро и микро пруденцијалне политике праћене одговарајућом супервизијом. Монетарна политика мора имати јаку улогу подршке и превенције, утицај на финансијску стабилност, на финансијске иновације и потрагу за профитом. Међутим, иако апсолутне превенције ни заштите од ризика нема, али се промјеном институционалне структуре и монетарних циљева ЕЦБ могу бар ублажити последице кризе у еврозони.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Џон М. Кејнз, „Општа теорија запослености, камате и новца“, ЈП Службени гласник, Београд, 2013.
- [2] Данијел Коен, „Номо економичес- (заблудели) пророк нових времена“, Клио, Београд, 2014.
- [3] Michel Aglietta, Andre Orlean, “Новац између силе и повјерења”, Мате, Загреб, 2007.
- [4] М. Фридман, “Капитализам и слобода”, ЈП Службени Гласник, Београд, 2012.
- [5] Ф. Хајек, “Пут у ропство”, ЈП Службени Гласник, Београд, 2012.
- [6] <http://www.eba.europa.eu>
- [7] <http://www.nbs.rs>
- [8] Basel Committee on Banking Supervision, Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, September 2009
- [9] Д. Момировић, “Нова архитектура регулаторног и надзорног дизајна Европске уније-макро и микро пруденцијални приступ”, УБС, Часопис, Банкарство бр 1, 2012
- [10] J Caruana, “The international policy response to financial crises: making the macroprudential approach operational”, panel remarks, Jackson Hole, 21–22 August 2009; Bank for International Settlements, 79th Annual Report, Chapter VII, June 2009.

⁹⁹ Basel Committee on Banking Supervision, Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, September 2009

¹⁰⁰ Д. Момировић, “Нова архитектура регулаторног надзорног дизајна Европске уније-макро и микро пруденцијални приступ”, УБС, Часопис, Банкарство бр 1, 2012. стр 83