

Др Срђан Голубовић,*
Редовни професор Правног факултета,
Универзитет у Нишу

ОРИГИНАЛНИ НАУЧНИ ЧЛАНАК
doi:10.5937/zrpfni1776611G

UDK: 336.711

Рад примљен: 01.10.2017.
Рад прихваћен: 30.11.2017.

УТИЦАЈ ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ЕВОЛУЦИЈУ УЛОГЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ**

Апстракт: У раду се разматра промена улоге централне банке под утицајем глобалне финансијске кризе. Најважнија промена тиче се ширења листе циљева за чију је реализацију задужена централна банка. Поред стабилности цена, која и даље представља приоритетни циљ, централне банке готово једнаку пажњу посвећују јачању и очувању финансијске стабилности. Овој промени у области циљева одговара и увођење нове, макропруденцијалне функције, од које се очекује да елиминише, односно умањи опасност од системског ризика. Реализација овако дефинисаних циљева и задатака наметнула је и промене у домену инструмената. У условима када конвенционални инструменти нису дали жељене ефекте, централне банке биле су принуђене да нестандартним инструментима отклоне проблеме у функционисању трансмисионог механизма монетарне политике.

Кључне речи: глобална финансијска криза, централна банка, монетарна и финансијска стабилност, инструменти монетарне политике

* golub@prafak.ni.ac.rs

** Рад је резултат истраживања на пројекту „Усклађивање права Србије са правом Европске уније“, који финансира Правни факултет Универзитета у Нишу у периоду 2013–2018. године.

1. Увод

У раду се разматра утицај глобалне финансијске кризе, инициране крахом на хипотекарном тржишту Сједињених Америчких Држава крајем 2007. године, на промену улоге централне банке. Током историје, под утицајем економских криза, перцепција о начинима деловања централне банке се више пута мењала. Само у двадесетом веку улога централне банке преиспитивана је два пута. Први пут, као одговор на Велику економску кризу од 1929. до 1933. године, када се централна банка, од институције која је првенствено основана да брине о ликвидности финансијског система, трансформисала у институцију која блиско сарађује са Владом у реализацији економско-политичких циљева. Ова промена дошла је до пуног изражаја 1946. године, када су у Сједињеним Америчким Државама (САД) усвојени прописи (*1946 Employment Act*) који, између осталог, обавезују централну банку да заједно са Владом тежи остваривању циљева, попут раста запослености, производње и куповне моћи (Mishkin, 2006: 411–412). Током седамдесетих година прошлог века улога централне банке поново се мења. Већина развијених земаља у то време суочила се са проблемом високе стопе инфлације. Као одговор на овај изазов, а под утицајем монетаристичке теорије, улога централне банке еволуира и ограничава се само на решавање проблема инфлације, односно очувања монетарне стабилности, док се питање реализације осталих економско-политичких циљева препушта извршној власти. Штавише, у већини земаља правни акти којима се уређује положај централне банке утемељени су на принципу независности, односно самосталности у вођењу монетарне политике и остваривању монетарне стабилности, као примарног циља за који је одговорна централнобанкарска институција. Након избијања глобалне финансијске кризе 2007. године, и њеног интензивирања у наредним годинама, поново смо сведоци редефинисања улоге централне банке. Најважнија промена тиче се ширења листе циљева за чију је реализацију одговорна централна банка. Стабилност цена и даље представља примарни циљ, али се од централних банака очекује да готово једнаку пажњу посвете очувању и јачању финансијске стабилности. Наглашавање важности финансијске стабилности подразумевало је и нове надлежности централних банака. Традиционалним функцијама додаје се и функција вођења макробонитетске политике. Најзад, изазови глобалне финансијске кризе наметнули су и промене у домену инструмената. Поред стандардних инструмената, централне банке на изазове кризе реагују увођењем нестандартних инструмената монетарне политике.

2. Монетарна и финансијска стабилност

Централна банка представља финансијску институцију која има главну улогу у организовању, усмеравању и регулисању монетарних токова. У савременим условима, већина земаља, полазећи од владајуће монетарно-политичке парадигме, у своје законодавство унела је одредбе које централну банку чине самосталном у реализацији циљева који су јој поверени и независном у односу на друге облике власти, посебно у односу на извршну власт. Принцип независности најважније монетарне институције подигнут је на ниво правне тековине Европске уније (ЕУ), који мора бити испоштован уколико држава чланица жели да постане део Европске монетарне уније (ЕМУ), односно међународног стандарда прихваћеног од стране међународних финансијских институција, пре свега Међународног монетарног фонда који одобравање средстава државама са платнобилансним тешкоћама условљава његовим спровођењем (Lastra, 2010: 322). Са усвајањем Устава из 2006. године и Србија се прикључила оној групи земаља које додатно јачају положај монетарних власти у односу на друге облике власти, уношењем одредбе о самосталности централне банке и у највиши правни акт земље.¹ Мада се начин дефинисања независности разликује од земље до земље, неспорно је да независност централнобанкарске институције садржи забрану утицаја извршне власти на избор циљева монетарне политике, инструменталну и персоналну независност. И док се инструментална, односно персонална независност прихвата без већих приговора, питање самосталности централне банке у вођењу монетарне политике је много контроверзније. Главни предмет спора тиче се питања да ли овај аспект независности укључује и пуну слободу у дефинисању циљева и, уколико укључује, да ли одређивање циљева треба препустити институцији на коју ни парламент ни влада немају моћ да утичу? У теорији се сматра да би давање пуне слободе централној банци да самостално одређује циљеве значило да остваривање примарног циља зависи првенствено од беневоленности централног банкара. Управо жеља да се спречи самовоља централног банкара разлог је да већина земаља прихвата решење које ограничава слободу у одређивању циљева монетарне политике, и то тако што се законом експлиците стабилност цена одређује као примарни циљ, за чију реализацију је одговорна независна централна банка. Овакав приступ поткрепљен је и резултатима емпиријских истраживања која показују да институционално решење са централном банком заштићеном од политичког утицаја сужава

1 Према чл. 95 Устава Србије, „НБС је самостална и подлеже надзору парламента, коме одговара”, Устав Републике Србије, *Сл. гласник РС*, 98/06.

простор за вођење дискреционе политике, као и да је снажно корелисано са стабилношћу цена и ниском инфлацијом (Duff, Arthur, 2014: 186).

Глобална финансијска криза и рецесија која је погодила привреде најразвијенијих земаља имала је значајан утицај на еволуцију циљева за чију је реализацију одговорна централна банка. Као одговор на кризу, државе су усвојиле програме опоравка чију претпоставку чини заустављање неповољних кретања на финансијском тржишту. Главна улога у реализацији програма припала је централној банци, као институцији која је једина била у стању да својом кредитном подршком спречи колапс финансијског сектора. Суочене са кризом, централне банке биле су принуђене да мењају приоритете. Уместо монетарне стабилности примат се даје очувању и јачању финансијске стабилности (Lastra, 2012: 1265). Под финансијском стабилношћу подразумева се способност финансијског система (банака и небанкарских финансијских институција) да и у условима економских поремећаја настави са обављањем својих функција, које се односе на финансијско посредовање, формирање и пласирање финансијских ресурса. Дакле, финансијски систем је стабилан уколико је у стању да се носи са економским поремећајима, независно од тога да ли су изазвани интерним или екстерним факторима. За разлику од монетарне стабилности, која се универзално дефинише као стабилност општег нивоа цена, код финансијске стабилности не постоји опште прихваћена дефиниција. Рецимо, поједини аутори, уместо прецизне дефиниције, настоје да овај појам објасне тако што дефинишу стање финансијске нестабилности. Према овом приступу, финансијска нестабилност повезана је са појавом финансијских мехура и нестабилношћу финансијског тржишта у целини. Други аутори се пак опредељују за позитивну дефиницију, и финансијску стабилност одређују као несметано функционисање свих елемената финансијског система: институција, тржишта и инфраструктуре. Стабилан финансијски систем, према овом становишту, ефикасан је у обављању својих функција, које обухватају алокацију ресурса, односно претварање штедње у инвестиције, процену и управљање ризицима, обављање платног промета, апсорбовање неочекиваних поремећаја у финансијској и реалној економској сфери (Schinasi, 2006: 82). Мада на први поглед прецизно дефинисан, концепт финансијске стабилности и даље је упитан. Тако се у финансијској литератури поставља питање које су институције финансијског система кључне за његову стабилност, тј. да ли сектор небанкарских институција има једнаку важност за стабилност финансијског система као и банкарски сектор? Одговор на ово питање зависи од модела финансијског система. Уколико је реч о финансијском систему са доминантном улогом банака, свакако да банкарском сектору припада кључна улога. Насупрот томе,

у моделу финансијског система са доминантном улогом финансијског тржишта утицај небанкарског система је много израженији. Независно од модела финансијског система, стабилност банкарског сектора од изузетне важности је за укупну стабилност, првенствено због улоге банака у платном промету и чињенице да поремећаји у овом сектору могу лако да се прелију на остале сегменте финансијског сектора. Стабилност банкарског сектора, међутим, није довољна, већ је нужно да на макро нивоу пажња буде усмерена ка читавом финансијском сектору (Јованић, 2009: 159). Користи од финансијске стабилности су вишеструке. Почев од тога да ствара погодне услове за пословање и пружа сигурност банкарским комитентима и инвеститорима на финансијском тржишту, па до повећане ефикасности финансијских посредника и боље алокације оскудних ресурса. Најзад, очување и јачање финансијске стабилности у функцији је заштите слабијих економских субјеката – комитената и финансијских инвеститора. Једно од питања које изазива спорове односи се на то да ли настојање централне банке да очува финансијску стабилност угрожава остваривање њеног примарног циља – стабилности цена (Schnabel, 2016: 49–54). Досадашње искуство нам говори да ови циљеви нису конфликтни већ комплементарни и да од стабилности финансијског сектора (пре свега банкарског сектора) зависи ефикасност трансмисије мера монетарне политике. Нестабилан финансијски систем отежава преношење импулса мера монетарне политике, а самим тим и угрожава способност централне банке да осигура стабилност цена. С друге стране, стабилан финансијски систем, тј. систем који је у стању да апсорбује финансијске и економске поремећаје, олакшава и остваривање осталих циљева економске политике.

3. Макропруденционална функција централне банке

Као и у погледу циљева, функције централне банке под притиском глобалне финансијске кризе еволуирају. Ове промене манифестују се на два начина. Прво, неке функције које су током периода економске стабилности били стављене у други план под утицајем кризе добијају на значају. То се пре свега односи на функцију зајмодавца последње инстанце, чија је ревитализација условљена жељом да се побољша ликвидност банкарског сектора и функција индиректног финансирања буџетског дефицита куповином државних обвезница на секундарном тржишту (Menéndez, 2014:129). Друга важна промена тиче се увођења нових функција. До избијања глобалне финансијске кризе, преовладавао је став да је за функционисање финансијског сектора и успостављање оптималног односа између принципа максимизирања профита и принципа очувања солвентности и стабилности финансијског система довољна примена

пруденционих норми и ограничења.² Микропруденционална контрола имала је задатак да прати, процењује и умањи ризике у финансијском сектору и на тај начин унапреди перформансе банака, односно обезбеди одговарајући ниво стабилности и поверења у банкарски систем (Јовић, 1990: 108–109). Међутим, овакав модел финансијске супервизије показао се неефикасним у ублажавању економских и финансијских шокова са којима су се државе суочиле током глобалне финансијске кризе. То је и разлог што се у већини земаља иницирају промене у систему супервизије, тако што се уводи макропруденцијална контрола, од које се очекује да попуни празнину између микропруденционалне политике и осталих економских политика (Dumičić, Pečarić, 2016: 267).

Макропруденцијална политика подразумева укупност мера и средстава за праћење капиталних и ликвидносних ризика у финансијском систему, превенцију, ублажавање и избегавање системског ризика, као и за јачање отпорности система на финансијске поремећаје. У међународном контексту макропруденцијална или макробонитетска политика први пут се појављује крајем седамдесетих година прошлог века, када се показује да тада важећи механизам надзора није довољан и да је неопходан шири приступ, који ће олакшати препознавање поремећаја који нису јасно видљиви на микропруденционалном нивоу, будући да се тичу финансијског сектора у целини, а не само појединачних финансијских институција (Clement, 2010: 60). Последња финансијска криза јасно је показала да се финансијска стабилност не може очувати без макробонитетског приступа. За разлику од микропруденционе супервизије која у фокусу има сигурност и стабилност појединих финансијских институција, односно заштиту комитената, од макропруденцијалне супервизије очекује се да обезбеди сигурност финансијског и економског система у целини, односно превенцију системског ризика. Глобална финансијска криза показала је да значајан део ризика произлази из самог система, чак и у периодима које карактерише стабилност цена и фискална равнотежа. У таквим условима, контрола индивидуалних финансијских институција не умањује системски ризик нити повећава отпорност система на финансијске ударе. За овакве изазове неопходан је макробонитетски надзор који треба да идентификује слабости финансијског система, рано открије ризике који би у будућности могли да угрозе финансијску стабилност, одреди њихову природу (да ли су структурног или цикличног карактера) и дефинише

2 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.

мере за ублажавање системског ризика. На остваривање ових задатака макробонитетска политика најпре делује превентивно, настојећи да праћењем различитих показатеља правовремено уочи повећање ризика у финансијском систему и применом одређених мера смањи или спречи појаву и акумулацију системских ризика. Други аспект деловања макропруденцијалне политике тиче се јачања отпорности система и очувања његове способности да настави са нормалним функционисањем и у условима већих економских поремећаја. Најзад, уколико и поред предузетих мера дође од материјализације системског ризика, тј. појаве кризе, од макропруденцијалне политике се очекује да ефикасним управљањем кризном ситуацијом минимизира потенцијалне штетне ефекте (Dumičić, 2015: 3).

Сагледавање и надзор финансијског система у целини подразумева и одговарајућу регулаторну структуру, односно јасно дефинисане циљеве и инструменте. Мада се модели макропруденцијалног надзора разликују од земље до земље, готово сви дају значајну улогу централнобанкарској институцији. Више је разлога за то. Прво, ова функција је компатибилна са одговорношћу централне банке за стабилност цена. Одговорност централне банке за монетарну стабилност подразумева стално праћење системског ризика и евентуално предузимање мера за његово ублажавање. Прикупљањем и анализом података, она је у позицији да благовремено препозна ризике којима је изложен финансијски сектор, као и да помогне њиховом умањењу давањем одговарајућих упозорења и препорука. Искључивање централне банке из макропруденцијалног надзора умањује њену способност да реализује свој примарни задатак и, уједно, као што је то показала глобална финансијска криза, чини извесном кредитну експанзију како би се избегла неликвидност финансијског сектора. Друго, централна банка је, по природи ствари, заинтересована за несметано функционисање финансијског система, будући да од тога зависи трансмисија монетарне политике и њена успешност у очувању стабилности цена. Вођење макропруденцијалне политике треба да редукује системски ризик и повећа отпорност финансијског система на поремећаје. Основни смисао макропруденцијалне функције је превенција, а не управљање финансијском кризом. У ту сврху централна банка користи разне аналитичке апарате (свеобухватна оцена банкарских биланса, тестирање отпорности банака, тзв. стрес тест) за правовремену идентификацију и процену системског ризика (Dimitrijevic, 2017: 519). Најзад, и сам правни статус централне банке чини је погодном за вођење макробонитетске политике. Носиоце макропруденцијалне политике, када доносе одлуке о примени средстава и инструмената, треба заштитити од политичког утицаја. Стога се

укључивање централне банке (чија је самосталност заштићена највишим правним актима земље) у макропруденцијални оквир само по себи намеће.

Поверавање водеће улоге централнобанкарској институцији у конципирању и спровођењу макропруденцијалне политике поред добрих има и негативних страна. Највећа замерка је да институцији, која већ располаже огромном моћи, се та моћ додатно увећава. Поред тога што води монетарну политику, која представља кључну детерминанту макроекономских перформанси једне привреде, делокруг централне банке се проширује и то тако што она постаје надлежна и за регулацију небанкарских финансијских институција, односно за конципирање и примену мера макробонитетске политике. Стога се с правом поставља питање да ли утицај на кључне детерминанте, од којих зависи шта ће се десити у друштву, треба да буде ван контроле демократски изабраних тела. Одговор на ово питање је да повећана моћ треба да буде праћена повећаним степеном одговорности и транспарентности у раду централне банке. Та повећана одговорност подразумева њену експлицитну обавезу да носиоцима власти подноси редовне извештаје којима ће објаснити или оправдати своје акције и одлуке, и преузети одговорност за резултате тих активности. Кључни елемент институционалних аранжмана којима се уређује питање одговорности централне банке повезано је са транспарентношћу у раду. Транспарентност се односи на окружење у коме су циљеви политике, њени институционални и економски оквири, одлуке о примени одређених мера, као и разлози за њихову примену доступни јавности на један свеобухватан, разумљив и правовремен 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 уколико постоје механизми који централну банку чине одговорном за реализацију јасно дефинисаних циљева.

4. Примена нестандартних инструмената монетарне политике

Домети монетарне политике, тј. њена способност да утиче на макроекономске агрегате, посебно кретање цена, у великој мери зависе од преноса импулса које, применом одређених мера, шаље учесницима на тржишту новца. У условима финансијске стабилности, трансмисиони механизам монетарне политике нормално функционише и централна банка применом стандардних мера успева да утиче на макроекономске агрегате (Cecioni, Ferrero, Secchi. 2011: 1–40). Међутим, током финансијске кризе вођење монетарне политике постаје много сложеније. Криза

отежава трансмисију монетарних импулса традиционалним каналима (пре свега каналом каматне стопе), чиме се смањују донети утицаја инструмената монетарне политике. Како су операције на отвореном тржишту главни инструмент монетарне политике, разумљиво је што снажни поремећаји на финансијском тржишту чине неефикасном примену овог инструмента. Покушај централних банака развијених земаља да снижавањем референтне каматне стопе на најнижи могући ниво (од 0% – 0,25%) дају подстицај опоравку привреде, и на тај начин умање последице глобалне финансијске кризе показао се неуспешним. То је уједно значило да је референтна каматна стопа достигла границу након које није могуће вођење експанзивне монетарне политике применом стандардних инструмената. У таквим условима, централне банке биле су присиљене да мењају асортиман инструмената увођењем нових, тзв. нестандартних, односно неконвенционалних инструмената монетарне политике.

Централне банке развијених земаља (Федералне резерве САД и Европска централна банка) определиле су се за примену нестандартних инструмената монетарне политике. Инструменте неконвенционалне монетарне политике можемо разврстати у две групе. Прву групу чине квантитативне олакшице које подразумевају мере којима се креира и убризгава свеж новац у финансијске токове, док друга група обухвата тзв. политику будућих смерница, као новог вида комуникационе стратегије чију основу чини најава будућег смера деловања монетарне политике (Накић, 2015: 122). Модалитети примене ових инструмената разликују се зависно од проблема са којима су се централне банке суочавале, односно циљева за чију су реализацију задужене. Тако је централна банка САД првенствено настојала да применом нестандартних инструмената спречи пад привредне активности, односно повећање незапослености. У том смислу, она је квантитативним олакшицама покушавала да подстакне кредитну активност банака и одржи постојећи ниво потрошње. Интензивирање кризе током 2008. године наметнуло је потребу реструктурирања банака, куповином контаминиране активе и спровођењем ригорозних стрес тестова одмах након реструктурирања. Током времена уводе се и различите врсте програма куповине хартија од вредности и то програм куповине комерцијалних записа (*Commercial Paper Funding Facility – CPFF*), односно програм куповине хартија од вредности покривених потрошачким кредитима и кредитима малим предузећима (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF*). Применом ових мера централне банке су настојале да даље редукују висину каматне стопе, побољшају ликвидност на финансијском тржишту и учине доступнијим финансијска средства привредним субјектима и финансијским институцијама. Најзад,

у категорију нестандартних инструмента сврставају се и мере пружања кредитних погодности које не изазивају промене у величини биланса централне банке, али мењају његову структуру у правцу мање ликвидних и ризичнијих финансијских инструмената. С друге стране, Европска централна банка се определила за примену нестандартних мере попут: негативне каматне стопе на депозите код ЕЦБ, као и за сет мера познат под називом програм за тржишта хартија од вредности (Jovancai, Stakić, 2013: 70–74). У оквиру овог програма, централне банке држава чланица ЕМУ могле су иступати на секундарном тржишту, кад су у питању утрживе обвезнице емитоване од стране државе или јавноправних установа држава чија је валута евро, односно на примарном и секундарном тржишту за хартије од вредности емитоване од стране приватних субјеката који су основани у европодручју. Почев од 2009. године, реализовано је неколико програма куповине хартија од вредности. У настојању да покрене раст у еврозони, Европска централна банка покренула је програм куповине покривених обвезница (*Covered Bond Purchase Programme*). У периоду од 2010. до 2012, ЕЦБ је спровела интервенције на финансијском тржишту. Јуна 2014. године Европска централна банка најавила је низ операција дугорочног рефинансирања (*Targeted Longer-term Refinancing Operations – TLTRO*), ради подстицања банкарског кредитирања нефинансијског приватног сектора у еврозони. Главни мотив за увођење ових програма био је да се понудом дугорочних средстава под повољним условима подстакне кредитна активност банака. У склопу експанзивне монетарне политике, ЕЦБ је у попис имовине прихватљиве као колатерал уврстила и обвезнице номинване у еврима са инвестицијским рејтингом које издају небанкарске корпорације са седиштем у еврозони. Суочавање појединих чланица Европске монетарне уније са дужничком кризом присилило је ЕЦБ да 2012. године најави могућност директних интервенција на секундарном тржишту државних обвезница (Cour-Thimann, Winkler, 2013: 20–23). Програм директних монетарних трансакција односио се на потенцијално неограничену куповину државних обвезница на секундарним тржиштима, са роком доспећа од једне до три године. На тај начин, омогућено је да и државе са ниским кредитним рејтингом дођу до средстава неопходних за финансирање буџетског дефицита. Примена нестандартних мера монетарне политике била је мотивисана жељом да се пружи подршка финансијским тржиштима, односно спречи урушавање финансијског система и подстакне кредитна активност банака. Интервенцијом на финансијском тржишту централне банке су, поред утицаја на цене финансијских инструмената, успеле да поврате поверење инвеститора и на тај начин дају подстицај укупној економској активности.

Друга врста нестандардног инструмента које централне банке уводе као одговор на изазове глобалне финансијске кризе представља нова комуникациона стратегија. У оквиру овог инструмента централна банка упознаје јавност са актуелним мерама и са циљевима и стратегијом монетарне политике коју ће примењивати у будућности. Комуникација централне банке базира се на важећем монетарном правилу и на пројекцијама о кретању стопе инфлације и привредном расту. Бројна емпиријска истраживања показују да пружање информација јавности о мерама монетарне политике има утицај на финансијско тржиште, олакшава привредним субјектима доношење одлука и помаже у реализацији циљева централне банке (Nakić, 2015: 124). Пружање информација о намераваној политици представља важну промену у начину рада централне банке, за разлику од претходних метода упознавања јавности када су се углавном презентовале процене о актуелним привредним токовима и факторима који могу да угрозе стабилност цена, али не и информације о смеру деловања централне банке у будућности.

5. Закључак

Улога централне банке претрпела је значајне промене под утицајем глобалне финансијске кризе. Од централне банке као независне институције, са јасно ограниченим мандатом и обавезом да првенствено брине о стабилности цена, она еволуира у институцију која има много активнију улогу. Ова промена била је условљена и тиме што је централна банка једина од субјеката економске политике располагала одређеним средствима, која су јој омогућавала да без значајнијих промена у правном статусу правовремено реагује на изазове кризе. У домену циљева, ове промене манифестују се тако што централне банке, поред обавезе да брину о стабилности цена, добијају јасан мандат да брину и о стабилности финансијског система. Супротно појединим схватањима да проширење листе циљева може да угрози остваривање примарног циља, показало се да активност централне банке усмерена на јачање и очување финансијске стабилности не само да не омета, већ доприноси монетарној стабилности. Промене у домену циљева нужно обухватају и промене у домену функција централне банке. Наиме, наметање обавезе централној банци да брине о стабилности финансијског система подразумева и ширење функција централне банке, тако што се постојећим функцијама додаје и макропруденцијална функција, од које се очекује да попуни празнину између микропруденционалне политике и осталих економских политика. Поверавање ове функције централној банци је очекивано будући да од свих институција укључених у систем надзора и контроле финансијског

система једино она, као независна институција, располаже свим потребним ресурсима за сагледавање промена у финансијском сектору и препознавање системског ризика. Најзад, на изазове кризе централна банка морала је да реагује и променама у домену инструмената. У условима када отклањање узрока глобалне финансијске кризе подразумева много дубље структурне, фискалне, институционалне и регулаторне промене, које се не могу реализовати у кратком року, централној банци је припала кључна улога у реализацији програма изласка из кризе. Употребом конвенционалних и неконвенционалних инструмената монетарне политике она је била у стању да обезбеди ликвидност, спречи неконтролисан пад цена финансијских инструмената, паничну продају имовине и банкрот држава суочених са дужничком кризом. У условима када су се стандардни инструменти показали неделотворним, централне банке су применом нестандардних инструмената успеле да превазиђу препреке трансмисионом механизму монетарне политике.

Литература

- Dimitrijević, M. (2017). Normative Regulation Of Banking Union In European Monetary Law. *Теме*. 2(XLI), 517–528.
- Dumičić, M. (2015). Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike, *Pregledi HNB*. 26, 1–26.
- Duff, W., Arthur, S. (2014). Central Bank Independence and Macroprudential Policy: A Critical Look at the U. S. Financial Stability Framework. *Berkeley Business Law Journal*. 11 (1), 183–219.
- Jovanić, T. (2009). *Ciljevi i oblici regulisanja poslovanja banaka*, Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu
- Jovancai, A. Stakić, N. (2013). Nestandardne mere monetarne politike. *Bankarstvo*. Br. 1, 58–75.
- Jović, S. (1990). *Bankarstvo*, Beograd: Naučna knjiga
- Lastra, M. R. (2012). The Evolution of the European Central Bank. *Fordham International Law Journal*. No 35, 1260–1280.
- Lastra, M. R. (2010). Central banking after the Crisis. *International Finance*. 13 (2), 321–340.
- Menéndez, A. J. (2014). Editorial: A European Union in Constitutional Mutation? *European Law Journal*, 20 (2), 127–141.

Mishkin S. F. (2006). *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*. Београд: Дата статус

Nakić, M. (2015). Komunikacija središnje banke – novi instrument monetarne politike. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*. 13(2), 121–141.

Schinasi, J. G. (2006). *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, Washington: Interantional Monetary Fond

Schnabel, I. (2016). What role for central banks in safeguarding financial stability? *Sveriges riskbank economic review*. No 3. 49–54.

Устав Републике Србије, *Службени гласник РС*. Бр. 98 (2006)

Clement, P. (2010.) The term ‘macroprudential’: origins and evolution. *BIS Quarterly Review*. march, 59–67.

Cecioni, M., Ferrero, G., Secchi. A. (2011). Unconventional Monetary Policy In Theory And In Practice. *Questioni di Economia e Finanza*. No 102, 1–40.

Cour-Thimann P., Winkler, B. (2013). The ECB’s non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. *European Central Bank Working Paper*. No 1528, 1–46.

Srđan Golubović, LL.D.

Full Professor,

Faculty of Law, University of Niš

THE IMPACT OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON THE EVOLVING ROLE OF CENTRAL BANKS

Summary

The paper discusses the impact of the global financial crisis, initiated by the collapse of the mortgage market of the United States in late 2007, on the changed role of the central bank. The global crisis has changed the general perception about the modus operandi of policy makers. This particularly refers to the central bank as an institution which, in most countries, has been vested with the primary responsibility to implement the anti-crisis program. This qualitatively new role includes the expanded list of goals whose implementation was the responsibility of the supreme monetary authority. Thus, in addition to the generally accepted goal of ensuring price stability, a new goal is to ensure the stability of the entire financial system. Establishing and maintaining financial stability also implies new responsibilities of national central banks. In addition to their traditional functions, central banks have the key role in managing macro-prudential policy. Finally, the challenges of the global financial crisis brought changes in the domain of monetary instruments. Apart from using the standard tools, central banks respond to the challenges of the global crisis by introducing non-standard monetary policy instruments, which inter alia include the so-called quantitative easing (QE) and direct monetary transactions.

Keywords: *global financial crisis, central bank, financial stability.*