

Vlastimir Vuković

Evro na Crnom moru i belom hlebu

***Bugarska ulazi u evrozonu pre Švedske, Danske,
Češke, Poljske, Mađarske i Rumunije!?***

Decembar 2025.

Surfujući na najvećem talasu popularnosti, evro stiže na Crno more. Bugarska od prvog januara naredne 2026. godine postaje članica evrozone! Nesumnjiv uspeh za Bugarsku i zbunjujuće dostignuće za evrozonu. Članstvom u evrozoni, ispunjavajući rigorozne monetarne i fiskalne uslove, Bugarska je preskočila čak šest ekonomski razvijenijih članica Evropske unije – Švedsku, Dansku, Češku, Poljsku, Mađarsku i Rumuniju! Zašto ove zemlje nisu već prihvatile evro, koji uživa podršku rekordnih 83% stanovnika evrozone,¹ prema poslednjim anketama Eurostata? Očigledno ja da problem nije ispunjenje tzv. Mاستrihtskih kriterijuma konvergencije (stopa inflacije, devizni kurs, dugoročne kamatne stope, javni dug i budžetski deficit). Štaviše, sve navedene zemlje, izuzimajući Dansku koja je dobila opcionu klauzulu o izuzimanju („*opting out*“), obavezne su prema Mاستrihtskom ugovoru o osnivanju Evropske unije (EU) iz 1992. godine da kad-tad uvedu zajedničku valutu? Tačnije, da se priključe Ekonomsko-monetarnoj uniji (EMU), tj. evrozoni.

Objašnjenje ove misterije skrivaju turbulentni događaji krajem 1980-ih i tokom 1990-ih godina, koji su usmerili tokove i omeđili domete evropskih integracija. Danas se ovi događaji u Evropskoj uniji samo uzgred spominju, a često i prećutkuju. Na ovim prostorima su ta dramatična dešavanja gotovo nepoznata, jer je pažnja javnosti tada bila zaokupljena ratovima i raspadom bivše zajedničke države. Bez uvida u tu ne tako davnu prošlost ne mogu se razumeti dosadašnje promene i stanje evropskih integracija na dva koloseka, užem (EMU) i širem (EU).

Senke prošlosti

Politički projekat evropskih integracija od samog početka 1950-ih bio je usmeren na ekonomiju: čelik, poljoprivreda, carine, a od kolapsa bretonvudskog zlatnog standarda 1971. u žižu interesovanja dospevaju devizni kursevi (valutna „zmija“) i monetarna politika (inflacija). Usledili su neuspešni pokušaji stabilizacije sopstvenih valuta, nakon čega je 1979. osam zemalja tadašnje Evropske zajednice² pokrenulo Evropski monetarni sistem (EMS) sa evropskom valutnom jedinicom eki (ecu – european currency unit). EMS i eki trajali su sve do 1999. godine, kada su ih zamenili EMU i evro. Upravo u tom periodu dešavali su se događaji koji će presudno uticati ne samo na prihvatanje zajedničke valute, već i na sudbinu cele Unije.

¹ Standard Eurobarometer 103, Report, March-April 2025 (anketno pitanje **QB3.1**).

² Belgija, Francuska, Holandija, Italija, Luksemburg, Nemačka, Danska i Irska. Prvih šest zemalja čine jezgro evropskih integracija od 1950-ih do danas, sa dva lidera - Francuskom i Nemačkom. Prethodna valutna „zmija u tunelu“ uključivala je i zemlje van Evropske zajednice.

Okosnicu EMS-a činio je Evropski kursni mehanizam (European Exchange Rate Mechanism), skraćeno ERM. Bio je to sistem deviznih kurseva vezanih za eki, čiju vrednost je presudno određivala zapadno-nemačka marka (DM), kao sidro valuta. Centralne banke zemalja- članica bile su obavezne da intervencijama na deviznom tržištu održavaju paritete kurseva u rasponu +/- 2,25%, uz mogućnost povremenih prilagođavanja (tačnije, devalvacija), o čemu se odlučivalo zajedničkim dogovorom. Međuvalutno usklađivanje bilo je podržano kontrolom tokova kapitala, što je obuzdavalo velike međunarodne špekulante (eufemično: investitore).

Od starta EMS-a 1979. do januara 1987. izvršeno je 11 prilagođavanja kurseva, tj. promena pariteta prema ekiju, zbog razlika u stopama inflacije i saldu platnog bilansa između Nemačke i ostalih zemalja članica. Jedina zemlja koja nije morala da vrši prilagođavanje kursa bila je Holandija. Šta više, novim članicama EMS-a bio je dozvoljen širi raspon od +/- 6%, uz obaveznu da vremenom pređu na +/- 2,25%. Od februara 1987. više nije bilo nijednog prilagođavanja do septembra 1992 (era „čvrstog“ ERM-a).³

Uspeh je bio utoliko veći što je EMS modifikovan 1987, prema sporazumu o jedinstvenom tržištu, kada je ukinuta kontrola tokova kapitala u većini zemalja-članica. Izgledalo je da su fiksirani uski rasponi ERM kurseva izdržali probu na svetskom deviznom tržištu. Pošto ništa ne privlači kao uspeh, ERM-u su se pridružile Španija (juna 1989) i tradicionalno sumnjičava Velika Britanija (oktobra 1990).

Britanski ulazak u ERM bio je kontroverzan, jer se desio u vreme mandata Margaret Tačer, neskrivenog evroskeptika. Otuda je razumljivo što je ona posle manje od dva meseca dala ostavku na mesto premijera i šefa Konzervativne stranke. Margaret Tačer je očigledno dobro pamtila katastrofalan neuspeh prethodnog pridruživanja Evropskoj valutnoj „zmiji“, kada je Britanija za samo osam nedelja, u periodu maj-jun 1972, izašla iz ovog kursnog aranžmana. Pri tome je izgubila devizne rezerve u iznosu od 2,5 milijardi tadašnjih USD za samo šest dana.⁴ Njen naslednik bio je Džon Mejdžor, do tada ministar finansija, gubitnik u borbi sa inflacijom i najveći pobornik ulaska u ERM (po prećenjenom kursu od 2,95 DM za jednu funtu).

Jedno tržište, jedan novac bila je glavna parola tadašnje Komisije Evropske zajednice tokom priprema Mاستrihtskog ugovora. Najavljena je „nova centralna banka – **EuroFed**, koja će emitovati **eki** – značajnu međunarodnu valutu, ravnopravnog konkurenta američkom dolaru i japanskom jenu. U tranziciji se mora upravljati glatkom promenom vođstva monetarne politike sa onog oslonjenog na Nemačku na nezavisni EuroFed kao oslonac. Sve to upućuje na kratku II fazu, dok se EuroFed ne konstituiše i stekne punu odgovornost“.⁵ Uočljivo je da su u fokusu evropskih integracija bile jedinstvena valuta i centralne banke objedinjene u EuroFed sistemu. Američki Fed (*Federalne rezerve*) je nesumnjivo bio uzor kao jedinstven sistem centralnih banaka (12 federalnih rezervnih banaka + Bord u Vašingtonu).

³ Barry Eichengreen (2000), The EMS crisis in retrospect, NBER Working Paper 8035.

⁴ Tim Congdon, *Commentary*, in: Alan Budd (2005), *Black Wednesday*, The Institute of Economic Affairs, str. 43.

⁵ Commission of the European Communities, **One market, one money** – *An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, October 1990, str. 9, 18, 25-6.

Najvažniji cilj stvaranja jedinstvene evropske valute bio je trajna stabilizacija nacionalnih deviznih kurseva njihovim eliminisanjem. Jednostavno, bez kurseva nema fluktuacija, konkurentskih devalvacija i iznenadnih šokova. Čak je i najveći promoter plivajućih deviznih kurseva, Milton Fridman, smatrao da su *veoma stabilni* kursevi *krajnji cilj*.⁶

Mastrihtski ugovor o EU konačno je potpisan februara 1992. Promovisan je kao trijumf tržišne ekonomije i zapadno-evropske nadmoći u vreme kraha centralno-planskih privreda i raspada Sovjetskog saveza. Okosnicu ovog ugovora činio je EMU sa svojim ERM-om i njegovim kriterijumima, koji su trebali garantovati finansijsku stabilnost (niska inflacija, čvrsti kursevi, konkurentne kamatne stope), neophodnu za budući ekonomski prosperitet. Istovremeno, to su bili važni argumenti za motivisanje glasača na predstojećim nacionalnim referendumima. Bio je to EUforičan početak nove 1992. godine, kada su vlade zemalja - potpisnica Ugovora o Uniji, bile spremne za jedinstveno tržište i jedinstvenu valutu. Preostalo je samo da građani sve to verifikuju svojom slobodnom voljom. Samo?

Izgledalo je da su u evropsku političku odlučnost poverovali i akteri na finansijskim tržištima, pošteditelji njihove centralne banke i ministarstva finansija velikih iskušenja. Naravno, vlade i centralne banke nisu zaboravljale mogućnost špekulativnih ataka. U analizama *moгуće nestabilnosti u tranziciji* opasnost *samoispunjavajućih špekulativnih napada* je posebno istaknuta. „Špekulativni napadi na pojedinačne valute mogli bi biti ogromne snage ako finansijska tržišta posumnjaju u predanost vlasti da brane ERM granice fluktuacija“ (*One market, one money*, str. 26). Bilo je to upozorenje bez nagoveštaja odbrambenog mehanizma.

Pre toga je Džordž Soroš, osnivač i menadžer Kvantum fonda, jednog od pionira među hedž fondovima, javno upozorio na preteće *špekulacije vrućim novcem*. „Neusklađenost deviznih kurseva postala je glavni izvor poremećaja svetske ekonomije... Tržišni mehanizam ne uspeva da vrati valute u ravnotežu. Naprotiv, špekulacije po pravilu preuveličavaju kretanje valuta... Ciljane zone verovatno neće obeshrabriti špekulacije. Naprotiv, one mogu predstavljati poziv na špekulacije protiv vlasti sa ograničenim rizikom. Određivanjem ciljnih zona vlasti bi se izložile špekulativnom napadu u vreme i na mestu koje špekulanti izaberu. Istorija potvrđuje da pod takvim uslovima špekulanti obično pobeđuju“.⁷

Uprkos svim upozorenjima i obeshrabrujućim iskustvima iz prošlosti, Mastrihtski ugovor je uopšteno uredio bilateralne i multilateralne obaveze u okviru EMS-a, vezujući ih za deklarativne odredbe o *evropskoj saradnji i solidarnosti*. Famosni mastrihtski kriterijumi samo su kvantifikovali obaveze svake zemlje pojedinačno. Nije bilo naznaka odgovora na ključno pitanje – šta će se dogoditi u slučaju iscrpljivanja deviznih rezervi jedne ili više zemalja zbog odbrane ugovorenih granica valutnih fluktuacija? Izvesno je bilo samo da će pruski strogo biti zadržani u ERM čekaonici da iznova polažu prijemni ispit.

⁶ „Zalagati se za plivajuće kurseve ne znači podržavati nestabilne kurseve... **Krajnji cilj** je svet u kojem su kursevi, iako slobodno variraju, u stvari **veoma stabilni**, jer su stabilne osnovne ekonomske politike i uslovi. Nestabilnost kurseva simptom je nestabilnosti u dubini ekonomske strukture.“ (Milton Fridman, *Kapitalizam i sloboda*, Službeni glasnik, 2012, str. 79-80).

⁷ George Soros (1987), *The alchemy of finance*, John Wiley & Sons, str. 328.

Grom iz vedrog evropskog neba odjeknuo je drugog juna iste 1992. godine – Danci su na referendumu većinom glasova odbili da prihvate Mastihtski ugovor. Mnogi istraživači osnovano smatraju da je taj događaj bio okidač ERM katastrofe, jer je jasno ukazao na neizvesnu realizaciju političkog projekta EU. Pokazalo se da političke stranke i državna birokratija očigledno nisu osećali preovlađujuće raspoloženje običnih građana – birača.⁸

Istovremeno, to je bio signal stranim bankama i hedž fondovima, pretežno američkim, da je otvorena sezona lova na profite iz kursnih razlika. „Očekivanja budućih kurseva glavni su motiv špekulativnih kapitalnih transakcija“ (Soroš, 1987, str. 73). Lov je bio utoliko lakši što su prethodno milijarde američkih dolara transferisane u DM, jer je dolar izgubio gotovo 20% vrednosti u odnosu na marku od jula 1991. do septembra 1992.⁹ Ništa lakše nego te depozite u markama pretvarati u precenjene funte, koje mogu biti municija špekulativnog udara u reverzibilnom toku od funte ka DM. Ipak, to nije bilo dovoljno, jer su kupovinom funti povećavane britanske devizne rezerve u DM i dugim valutama. Ključ su bili već postojeći stokovi funti u posedu špekulanata i kratkoročni krediti britanskih banaka, tako da se pozajmice u precenjenim funtama mogu brzo vraćati obezvređenim (devalviranim) funtama.¹⁰

Preko leta je bilo pritisaka na slabije valute, posebno na italijansku liru. Funta je oscilirala oko donje granice ERM raspona, uz intervencije iz deviznih rezervi. Čak ni 15. septembra, dan pre početka najvećeg špekulativnog napada do tada, *ništa nije ukazivalo na krizu*.¹¹

Znak za početak lova na britansku funtu bila je izjava Helmuta Šlezindžera, predsednika Bundesbanke, data novinarima 15. septembra (utorak), kada je Londonsko tržište već bilo zatvoreno. „*Rekao je da bi sveobuhvatno preusmeravanje bilo efektivnije i da se dalji pritisak na deviznom tržištu ne može isključiti*. Opaska je objavljeno sutradan, ali su investitori saznali tokom noći. To je usadilo sumnju među investitorima. Više nije bilo jasno da li je Bundesbanka spremna na neograničene intervencije da bi nemačku marku zadržala u ERM granicama. Funta je već probila donju granicu ERM-a pre otvaranja tržišta u Londonu na Crnu sredu (16. septembar)“ (Naef, 2022, str. 214). Navedena izjava bila je još jedan u *nizu gafova* kojima su čelnici Bundesbanke *potkopavali funtu*, ali ovog puta sa najtežim posledicama. Šlezindžer je kasnije izrazio žaljenje, ali je „zaboravio“ da je nekoliko dana pre krize razgovarao sa Sorošem (Naef, 2022, str. 216).¹² Već u petak 11. septembra lira se našla pod neviđenim pritiskom, uprkos intervencijama Nemačke, Belgije i Holandije prethodnih dana (isto).

⁸ Izlaznost je bila neverovatna – preko 83% registrovanih glasača, a rezultat tesan – 50,7% prema 49,3%. Ipak, 47.000 glasova za malu Dansku je bila dovoljno ubedljiva razlika.

⁹ Barry Eichengreen – Alain Naef (2021), Imported or home grown? The 1992-3 EMS crisis, NBER Working Paper 29488, str. 14.

¹⁰ Interesantno je da nije bilo pokušaja forenzičkog istraživanja strukture izvora finansiranja ovog spektakularnog špekulativnog napada, uprkos tajnosti podataka. Banka Engleske je dnevno imala sve podatke o platnim transakcijama špekulanata i promenama stanja njihovih računa u bankama. Neko je te signale prevideo, nemarno ili namerno?

¹¹ Alain Naef (2022), *An exchange rate history of the United Kingdom, 1945-1992*, Cambridge University Press, str. 213.

¹² „Guverneri evropskih centralnih banaka održali su osmog septembra redovan mesečni miting u Bazelu (BIS). Na mitingu u Bazelu Šlezindžer se sastao sa Džordžom Sorošem. Sastanak je uverio Soroša da će lira i funta uskoro pasti“ (Naef, 2022, str. 209-210).

Osvanuo je i 16. septembar, koji će postati čuven kao *Crna sreda*. Banka Engleske (BoE) intervenisala je od 8,00 ujutru, ali je za sat vremena već potrošila više od milijardu funti deviznih rezervi, pretežno u DM. Pokušavajući da ublaži špekulativni napad, Vlada je u očajanu dva puta podizala kamatnu stopu - prvo u 11,00 sa 10% na 12%, a zatim u 14,15 sa 12% na 15%. Oba pokušaja bila su bezuspešna, zbog čega su povećanja sutradan poništena. Već spominjani predsednik Bundesbanke, Šlezindžer, tokom celog dana bio je nedostupan guverneru BoE! Zbog siline napada na funtu, BoE je savetovala Vladu da napusti ERM. Istovremeno, Bundesbanka je insistirala na obavezi centralne banka da interveniše, mada je kupovala funte samo za račun BoE, ali ne i za svoj sopstveni račun. Najstupidnije u svemu je što su britanske devizne rezerve u DM završavale u Bundesbanci?! Do kraja radnog dana Britanija je izgubila više od pola deviznih rezervi (preko 20 milijardi iskazano u USD). BoE je u 16,00 obavestila druge centralne banke da Britanija privremeno napušta ERM, što je zvanično objavljeno u 19,30 (Naef, 2022, str. 216-7). Isto veče je i Italija povukla liru iz ERM-a.¹³

Predvodnik ovog špekulativnog blic-kriga sa najviše milijardi funti u tzv. kratkoj poziciji bio je Džordž Soroš, menadžer Kvantum hedž fonda.¹⁴ Kao najagresivniji i najmoćniji špekulant u dotadašnjoj istoriji finansijskih tržišta, on je povukao za sobom ostale hedž fondove, banke i druge finansijske institucije da se munjevito oslobađaju britanskih funti, jer upravo predstoji njihova neizbežna devalvacija. Na ovaj način je Soroš praktično testirao teoriju reflektivnosti, zasnovanu na analizi *uticaja predviđanja na predviđeni događaj*, njegovog mentora Karla Popera.¹⁵ Preko noći je postao izuzetno bogat, ali i ozloglašen. Označen je kao „čovek koji je srušio Banku Engleske“. Očigledno je zazirao od *Crne srede* - u svojoj najambicioznijoj knjizi „Nova paradigma za finansijska tržišta“ iz 2008, spominje brojne valutne krize, ali 16. septembar 1992. prećutkuje.¹⁶ Licemerno je brinuo zbog problema sa kojima se suočavao EMS projekat, kao piroman koji „žali“ požarom nagorelu kuću.¹⁷ Vrhunac cinizma bio je njegov privatni sastanak sa čelnicima ECB u Frankfurtu, 14. novembra 2017, „radi razgovora o pitanju koje je dugo zagovarao: bližoj integraciji evrozone“ (*Bloomberg*, 16. februar 2018)!? Uzgred, veliki deo stečenog bogatstva uložio je u svoju Fondaciju poperovskog *otvorenog društva*, nastojeći da preoblikuje svetonazore i mentalitet istočno-evropskih domorodaca.

¹³ „Za većinu zemalja ERM-a, nakon što je kriza počela, održavanje pariteta očigledno je bilo povezano sa individualnim naporima, uz malu ili nikakvu podršku unutar Zajednice... Za razliku od ostalih perifernih zemalja, koje su zapravo bile prepuštene same sebi, Francuska je imala koristi od ogromne nemačke podrške u odbrani svog pariteta.“ (Willem Buitier, Giancarlo Corsetti and Paolo Pesenti (1998), *Interpreting the ERM crisis: Country-specific and systemic issues*, Princeton, str. 50).

¹⁴ „Soroš je rano predvideo mogućnost devalvacije funte i diskretno je započeo da zauzuma kratku poziciju u vidu niza krakatoročnih kreditnih linija, ukupno oko 15 milijardi dolara. Tako je došao u poziciju da može profitirati od kolapsa deviznog kursa i u stvari je nastojao da sopstvenom prodajom izazove taj kolaps.“ (Paul Krugman (1999), *Currency crises*, in: Martin Feldstein (ed.), *International capital flows*, University of Chicago Press, str. 433).

¹⁵ George Soros (2008), *The new paradigm for financial markets: The credit crisis of 2008 what it means*, New York: Public Affairs.

¹⁶ Isto.

¹⁷ „Džordž Soroš, koga su **duboka zabrinutost zbog posledica krize evra** (V.V.) i odlično poznavanje finansijskih tržišta neminovno doveli do toga da se potpuno posveti ovom pitanju – mnogo sam naučio iz njegovih radova o ovoj temi i iz naših nebrojenih razgovora;“ (Džozef Stiglic (2016), *Evro: kako zajednička valuta ugrožava budućnost Evrope*, Akademska knjiga, str. 23.).

Nakon Crne srede sve ERM valute bile su izložene ekstremnim špekulativnim napadima, izuzev nemačke marke i holandskog guldena. „Centralna banka Francuske potrošila je 32 milijardi USD na odbranu franka u trećoj nedelji septembra. Švedska je odustala od svog kruna-eki pariteta 19. novembra, pošto je izgubila 26 milijardi USD rezervi (više od 10% švedskog BNP-a) u prethodnih šest dana. Danska je morala povećati kamatne stope, a zatim Španija i Portugalija, da bi tri dana kasnije pezeta i eskudo devalvirali“ (Eichengreen, 2000, str. 12). Danska kruna i belgijski franak iznova su napadnuti početkom 1993. Španija i Portugalija, suočene sa iscrpljivanjem rezervi, ponovo su devalvirale svoje valute u maju iste godine. Početkom jula francuski franak se još jednom našao na udaru, uprkos intervencijama Bundesbanke. Na kraju, Banka Francuske je samo u jednom danu – 29. jula, poslednjeg dana trgovanja u mesecu, potrošila preko 25 milijardi USD rezervi otkupljujući sopstvenu valutu. Tako su iscrpljene devizne rezerve za odbranu franka (isto, str. 13-14).

Najzad, početkom avgusta 1993. dozvoljeni ERM rasponi kurseva (+/-) povećani su sa 2,25% na 15 %, što je destimulisalo špekulante. Istovremeno, to je bio kraj „čvrstog ERM-a“, koji će posle lansiranja novog kursnog mehanizma - ERM II ostati poznat kao ERM I.¹⁸ Ostale su i tektonske posledice – tri stare članice EU nisu usvojile zajedničku valutu (Švedska, Danska i Britanija), što kasnije neće učiniti ni ekonomski najvažnije nove članice (Češka, Poljska, Mađarska). Tako je EU podeljena na evrozonu i ostale članice sa sopstvenom valutom. *Jedno tržište, jedan novac* ostali su neostvaren san. Ipak, najteža posledica je Bregzit, koji je teško narušio već okrnjeni kredibilitet EU.

Uočljivo je da su neke ERM članice, kao Francuska i Švedska, utrošile više svojih deviznih rezervi nego Britanija, dovodeći ih do ivice iscrpljivanja. Uprkos tome, *Crna sreda* je ostala paradigmatičan simbol monetarno-ekonomskog *Denkerka*, koji će oblikovati sudbinu tek začete EU. Britanija će se sve više okretati sebi, a ostale članice će ostati na dva koloseka evropskih integracija, sa ili bez zajedničke valute. Ipak, neki autori smatraju da je „*nesretna odluka*“ Džona Mejdžora motivisala sve političke aktore na vanredna pregruća.¹⁹

Zaista, do 1995. velika evropska valutne kriza je utihnula, dok je Britanija krenula putem finansijske stabilnosti i ekonomskog oporavka.²⁰ Na početku 1999. lansiran je ERM II u kome je evro zamenio diskreditovani eki po kursu 1:1. Tako je stvorena evrozona sa prvih 11 članica, kojima se posle dve godine pridružila Grčka, iako nije ispunjavala kriterijume konvergencije. Dugo očekivane evro novčanice i kovanice pojavile su se prvog dana 2002. godine. Evro je stupio na evropsku i svetsku finansijsku scenu.

¹⁸ „Završni čin krize ERM-a – proširenje raspona fluktuacija u avgustu 1993. - predstavljao je eksplicitno priznanje da EMS više nije sposoban da bude sredstvo koordinacije za domaću politiku svojih članica. Širina raspona tačno je odražavala slabost međunarodnih veza u onome što je ostalo od monetarnog sistema u Evropi.“ (Buiter, Corsetti, Pesenti, str. 51).

¹⁹ „U određenom smislu, da Džon Mejdžor nije doneo svoju nesretnu odluku o uvođenju sterlinga u ERM 1990, Evropa ne bi imala evro“ (Barry Eichengreen (2023), *Thirty years after the ERM crisis*, in: *The making of the European Monetary Union: 30 years since the ERM crisis*, CEPR Press, str. 15).

²⁰ „Članstvo u ERM-u nije bila pohvalna epizoda. Pomalo okrutan sažetak bi bio reći da smo ušli u očaj, a izašli osramoćeni. Ipak, još uvek uživamo u njegovim blagodatima“ (Alan Budd (2005), *Black Wednesday*, The Institute of Economic Affairs, str. 33).

Istorijski uspeh i posrtanja

Stabilnost i funkcionalnost evra u domaćim i svetskim finansijskim tokovima početkom 2000-ih utvrdila je tadašnje članice ECB sistema u uverenju da će evrozona uskoro privući zemlje EU koje su zadržale svoje sopstvene valute. Minimalna inflacija, fiksni kurs i niske kamatne stope činile su se neodoljivim argumentima. Tokom svoje prve decenije, do 2009, evro je ne samo opstajao, već je bio uspešniji u očuvanju kupovne moći od drugih svetskih valuta, mereno stopom inflacije.²¹ Ostali kriterijumi konvergencije takođe su potvrđivali finansijsku stabilnost evrozone. Pored svega, evro je marketinški i identitetski bio prijemčljiviji i milozvučniji naziv za zajedničku valutu od birokratski suvoparne skraćenice – eki.

Pogodan makro-ekonomski ambijent nije urodio bržim ekonomskim rastom, protivno očekivanjima. Pokazalo se da ostvarivanje ključnog preduslova nije bio dovoljan uslov željene ekonomske ekspanzije. Anemičan rast BDP-a evrozone bio je neuspeh u odnosu na SAD i Britaniju, ali i u odnosu na EU članice sa sopstvenom valutom, kao što je Švedska. Suprotno uvreženom mišljenju da je Nemačka najviše profitirala od uvođenja zajedničke valute, njena ekonomija je posrtala (BDP 2003.g. -0,4%, 2004.g. 0,7%, 2005.g. 0,8%). „Zbog toga je prosečna stopa rasta BDP-a zemalja evrozone u periodu 2003-2010. pala na skromnih 1,1%, a u samoj Nemačkoj na svega 0,9%!“²² Kineske dvocifrene stope rasta, ostvarivane u istom periodu, ukazivale su da problem nije u globalnom okruženju. Ujedinjenje Nemačke nije moglo ostati kao opravdanje, jer je od njega proteklo više od decenije i po.

Za utehu, evrozona je pokazala izrazitu vitalnost i otpornost na Globalnu finansijsku krizu 2007-2009. Na početku krize, već u avgustu 2007, ECB je među prvima reagovala, obezbeđujući dodatnu likvidnost bankama.²³ Stečena „rana slava“ ECB kao adaptibilnog i efektivnog sistema nije bila nezaslužena.²⁴ Zahvaljujući uzastopnim infuzijama likvidnosti „u ranoj fazi svetske krize Evropa i evrozona pokazale su veliku otpornost, a krhkost bankarskog sektora činila se kontrolisanom“ (Brunnermeier i dr., str. 327).

²¹ „Prema osnovnom pokazatelju, stopi inflacije, evro je nakon svoje inauguracije sačuvao veću kupovnu moć nego američki dolar ili britanska funta. Prosečna godišnja stopa rasta cena od 2003. do 2010. iznosila je dva odsto u evro zoni, 2,5 u SAD i 2,3 u Velikoj Britaniji“ (Vlastimir Vuković (2011), Kriza evra ili kriza evrozone, *Politika*, 2. decembar 2011, str. 11).

²² „Ekonomski rast zemalja evrozone, meren njihovim BDP-om, bio je spor ne samo devedesetih godina, već i na početku novog milenijuma. Najsporije raste najveća ekonomija – Nemačka. Zatim nastupa period izrazite stagnacije, tzv. recesija rasta, sve do 2006. godine“ (Vlastimir Vuković (2011), Ekonomsko usporavanje EU i istočni greh, *Politika*, 27. novembar 2011, str. 12).

²³ „Kada je izbila Svetska finansijska kriza ECB je brzo reagovala, vanredno obezbeđujući 95 milijardi evra dodatne likvidnosti 8. avgusta 2007, u vreme kada je Banka Engleske još uvek oklevala, zabrinuta zbog problema moralnog hazarda. ECB je nastavila sa nizom sve smelijih poteza, koji su dostigli vrhunac oktobra 2008, prelaskom na režim neograničenog obezbeđivanja likvidnosti.“ (Markus Brunnermeier, Harold James, and Jeann-Pierre Landau (2016), *The euro and the battle of ideas*, Princeton University Press, str. 325-6).

²⁴ „Ovo izuzetno proaktivno upravljanje krizom imalo je za cilj otkloniti viđenje ECB kao spore i krute institucije (u poređenju sa navodno fleksibilnijim Fed-om)... Nasuprot tome, Evropski sistem je tiho pružio podršku bankama, a operacije podrške pojedinačnim bankama nisu bile objavljivane“ (isto, str. 326).

Rana slava ECB sistema potamnела je 2010. godine, kada je postalo jasno da Grčka neće moći da izmiruje dospele obaveze po osnovu javnog duga. Najveći strani poverioci bile su nemačke banke. Već na početku krize donet je niz pogrešnih odluka, koje će dovesti do velike krize državnog duga i uzdrmati šest zemalja evrozone (PIIGS + Kipar).

Prvo, Grčka je ostavljena na cedilu, što je dovelo u pitanje opstanak grčkih banaka, najvećih domaćih holdera vladinih obveznica. Osnov odbijanja bio je famozni član 125. Ugovora o EU, koji je zabranjivao finansijsku pomoć zemljama u problemima. Bez sopstvene centralne banke to je nerešiv problem za bilo koju zemlju, počev od SAD. „Jedinstvena odlika centralnih banaka je da su one jedini javni akteri koji mogu preuzimati neograničene obaveze i mogu stvoriti onoliko novca koliko je potrebno“.²⁵ Zbog toga se Grčka 2011-2. godine nalazila na korak od napuštanja evrozone.

Drugo, Evropska komisija je u startu odbila ponudu „prekaljenog“ MMF-a da se uključi u rešavanje problema grčkog javnog duga. Nadobudna odluka kasnije je izmenjena, ali je izgubljeno dragoceno vreme za pripremu finansijske sanacije cele jedne države.

Treće, sve ostale zemlje su bile primorane da se zadužuju na finansijskom tržištu kako bi spasavale svoje domaće banke, posrnule zbog kraha nacionalnih hipotekarnih tržišta. Zbog članstva u evrozoni ove zemlje su takođe ostale bez centralne banke kao „kreditora u krajnjoj instanci“ (*lender of last resort*).²⁶

Ipak, najteže posledice ostavili su sami programi, kreirani u duhu strogosti (*austerity*).²⁷ „Osmišljeni od strane Trojke, koja predstavlja trijumvirat MMF-a, ECB i Evropske komisije, ovi programi su praktično zahtevali od ugroženih država da prepuste veliki deo ekonomskog suvereniteta svojim „partnerima“ da bi zauzvrat dobile pomoć. Novac se pozajmljuje ugroženim zemljama (retko kada se poklanja), ali uz čvrste uslove. Taj kredit, zajedno sa uslovima i vremenskim rokovima za ispunjavanje uslova, zove se *program*... Jedan od zahteva bio je da Grčka ne iznosi nijedan predlog zakona na javnu raspravu dok ga prvo Trojka ne pregleda“ (Stiglic, *Evro*, str. 42,83).

²⁵ Charles Wyplosz (2024), The age of reason? *Monetary Dialogue Papers*, In-depth analysis, European Parliament, str. 12.

²⁶ „Zemlje koje se pridruže monetarnoj uniji gube više od instrumenta ekonomske politike (kamatna stopa ili devizni kurs). Ulaskom u monetarnu uniju gube mogućnost emitovanja duga u valuti nad kojom imaju punu kontrolu. Posledično, gubitak poverenja investitora može u samoispunjavajućem scenariju dovesti zemlju do bankrota. To nije slučaj sa zemljama koje su sposobne da emituju dug u sopstvenoj valuti. U ovim zemljama centralna banka uvek može da obezbedi likvidnost vladi kako bi se izbegao bankrot. Ovo može dovesti do inflacije u budućnosti, ali štiti državu od bankrota koji nameće tržište.“ (Paul De Grauwe (2011), The governance of a fragile eurozone, CEPS WD 346, str. 18). Uzgred, neželjena inflacija podrazumeva da se efekti monetarne ekspanzije šire kroz kanale faktorskih dohodaka, a pre svega plata (prosečno oko 70% BDP-a). Isplata dospelog javnog duga, pretežno stranim investitorima, teško će značajnije povećati plate u zemlji dužnika. Otuda SAD ima relativno nisku inflaciju, iako je apsolutno najzaduženija zemlja na svetu (V.V.).

²⁷ „Na ovaj novi dizajn previše je uticalo shvatanje (zasnovano na razmišljanju o moralnom hazardu) da zemlje sa budžetskim deficitima i rastućim dugovima treba **kazniti** visokim kamatnim stopama i strogim programima štednje“ (isto). Ovo je najsazetiji opis programa nametnutog Grčkoj (V.V.).

Ovakvo disciplinovanje bilo je izrugivanje demokratiji, praćeno nezamislivim ponižavanjem.²⁸ Nije teško zamisliti osećaj bespomoćnosti i ogorčenja miliona građana EU podvrgnutih ovim programima, koji su nametali smanjivanje plata,²⁹ penzija i elementarnih socijalnih davanja, s jedne, i povećanje poreskog tereta, s druge strane.³⁰ Tako su zemlje evrozone pogođene krizom bile zatočene u devetnaestovekovnom dužničkom zatvoru za čitavu porodicu.³¹

Najteže pogođena Grčka nije se ni do danas oporavila, jer ostvaruje manji BDP nego pre krize, dok javni dug po glavi stanovnika ostaje gotovo nepromenjena (\$33.905, MMF)! Grcima sigurno nije olakšanje što isti ovaj dug po stanovniku Irske i Italije, iz čuvene PIIGS petorke, dostiže \$44.871, odnosno \$41.056.

Na kraju ostaje ključno pitanje: zašto je dužnička kriza tako snažno pogodila samo države evrozone? Zašto nisu pogođene i članice EU sa sopstvenom valutom, koje su takođe doživele hipotekarnu krizu i posrtanje banaka? „Iako je mnoge druge razvijene zemlje pogodio sličan šok, nijedna se nije suočila sa dužničkom krizom iz jednostavnog razloga: **njihove** (V.V.) centralne banke intervenisale su brzo i snažno“.³²

Otuda je razumljivo što je preteća kriza državnog duga u evrozoni obuzdana tek 26. jula 2012. Tada je Mario Dragi, tadašnji predsednik ECB, na Globalnoj investitorskoj konferenciji u Londonu dao čuvenu izjavu: „Prva poruka koju želim da pošaljem jeste da je evro puno, puno jači, evrozona je puno, puno jača nego što ljudi danas priznaju. Ne samo ako gledate poslednjih 10 godina, već i ako gledate danas, videćete da je prema inflaciji, zaposlenosti, produktivnosti, evrozona slična ili bolja od SAD-a i Japana. Poređenje je još dramatičnije kada dođemo do deficita i duga. Evrozona ima znatno niži deficit i znatno niži dug od ove dve zemlje... Ali postoji još jedna poruka koju vam želim reći. U okviru našeg mandata, ECB je spremna **učiniti sve što je potrebno** kako bi sačuvala evro“ (ECB, Speech).

Međutim, za zemlje evrozone ECB sistem ovom izjavom nije postao **njihova** centralna banka, jer ni danas nema mandat *kreditora u krajnjoj instanci*. Za sve hitne akcije obezbeđivanja

²⁸ „Godine 2014, Trojka je naterala Grčku da izbriše oznaku „sveže“ sa svog zaista svežeg mleka i da produži dozvoljen rok trajanja. Izgleda da veliki proizvođači iz drugih delova Evrope smatraju da pod ovim uslovima mogu da istisnu male grčke proizvođače“ (Stiglic, *Evro*, str. 245).

²⁹ „Posledični pad nominalnih plata u perifernim zemljama (21% u Grčkoj i 6-8% u Irskoj, Portugaliji i Španiji) obezbedio je potrebno prilagođavanja tekućeg računa do kraja 2012. godine, ali po cenu daljeg smanjivanja potrošnje i tražnje i odlaganja budućeg oporavka“ (Giancarlo Corsetti, Barry Eichengreen, Galina Hale, and Eric Tallman (2019), *The euro crisis in the mirror of the EMS*, WP 2019-04, FRB San Francisco, str. 12).

³⁰ „Decenijama je MMF preuzimao ulogu lošeg policajca, ostavljajući za sobom trag dubokog ogorčenja. Trojka je vidljivo stavila Evropsku komisiju u prvi plan. To je dovelo ne samo do neslaganja sa MMF-om, koji je čak stavio do znanja da program smatra prestrogim, već je ostavilo i nasleđe ogorčenja koje neće nestati. Za razliku od MMF-a, koji odlazi nakon završetka programa, Evropska komisija će ostati angažovana sa svim zemljama članicama. Osim toga, preuzimanjem uloge lošeg policajca, Komisija je doprinela pojavi popularnog anti-evropskog raspoloženja, koje verovatno neće nestati.“ (Charles Wyplosz (2014), *The eurozone crisis: A near-perfect case of mismanagement*, *Economia Marche*, XXXIII(1), str. 8).

³¹ Porodica mladog Čarlsa Dikensa bila je zatočena u takvom zatvoru.

³² Charles Wyplosz (2023), *From 1999 (and before) to 2007: A decade of optimism or a lost decade?* In: *The making of the European Monetary Union: 30 years since the ERM crisis*, CEPR Press, str. 65.

neophodne likvidnosti ECB mora smišljati programe kako bi zaobišla famozni čl. 125 Ugovora o EU, koji striktno zabranjuje pružanje finansijske pomoći zemljama u problemima. Namenske kreditne programe imaju i druge centralne banke, ali one nemaju slična pravna ograničenja.

Radi ublažavanja posledica COVID-19 pandemije ECB je urgentno osmislila programe za podršku građanima, kompanijama i finansijskim posrednicima. I ova kriza je prebrođena, a njeno nasleđe 2021-2. godine bila je visoka inflacija u rasponu 8-9%. Brži rast cena nije bio neočekivan, jer je značajan deo enormne monetarne ekspanzije završio u ličnoj i javnoj potrošnji. Talas inflacije zapljusnuo je i većinu drugih zemalja u EU i širom sveta. Već 2023. godine došlo je do vidnog usporavanja rasta cena, odnosno dezinflacije.

Napred skiciranu istoriju evrozone, ECB sistema i evra u prvih dve i po decenije obeležila su suočavanja sa učestalim krizama, veoma različitim po poreklu, trajanju i intenzitetu. Činjenica je da su EU zemlje van evrozone uspešnije savladavale slične krize ili su ih obuzdavale na samom početku. Otežano rvanje sa krizama verovatno je presudno uticalo da ni jedna stara članica EU nije pristupila evrozoni. Ekonomski najrazvijenije nove članice – Češka, Poljska i Mađarska - takođe izbegavaju evrozonu. Povećanje broja članica sa 12 na 20 ostvareno je zahvaljujući pristupanju malih zemalja sa periferije EU.³³ Posle otrežnjujućeg Bregzita, kada se očekivalo brže prihvatanje zajedničke valute, evrozoni je pristupila samo Hrvatska, kao dvadeseta članica. Bugarska će od početka naredne 2026. godine postati 21. članica.³⁴

Neizvesna sadašnjost

Danas ERMII služi za vezivanje valuta van evrozone sa evrom. Danska ostaje jedina članica evropskog valutnog mehanizma, mada prema klauzuli izuzeća jedina nije obavezna da uvede evro. Druga članica – Bugarska, napušta ovaj mehanizam početkom narednog meseca, jer ulazi u evrozonu. Rumunija je načelno najavljivala svoj ulazak u ERM II, dok preostale četiri članice – Švedska, Češka, Poljska i Mađarska – ne pokazuju nameru da se odreknu svojih nacionalnih valuta. Naravno, to važi i za Dansku, uprkos kursnoj konvergenciji njene krune prema evru.

Tako je evro ostao *na belom hlebu* – prihvaćen od svojih korisnika u evrozoni i ignorisan od „samostalnih“ članica EU. Tanušni ekonomski rezultati evro-zemalja dodatno ugrožavaju zajedničku valutu – u protekle dve godine (2023 i 2024) prosečne stopa rasta BDP-a iznosile su tek 0,4% i 0,9%, a u Nemačkoj recesionih -0,9% i -0,5%. Bilo je još evro-zemalja koje su padale u recesiju, dvogodišnju (Austrija, Estonija) ili jednogodišnju (Holandija, Irska, Finska i Letonija). Poređenja radi, iste stope u SAD dostizale su 2,9% i 2,8%, Britaniji 0,4% i 1,1%, Danskoj 0,6% i 3,5%, Češkoj 0,1% i 2,1%, Poljskoj 0,2% i 2,9%, Rumuniji 2,4% i 0,8% i slavljeničkoj Bugarskoj 1,9% i 2,8%. Van evrozone jednogodišnje recesije pogodile su Švedsku (-0,2%) i Mađarsku (-0,8%).³⁵

³³ Slovenija (2007), Malta, Kipar (2008), Slovačka (2009), Estonija (2011), Letonija (2014), Litvanija (2015) i Hrvatska (2023).

³⁴ Prema broju stanovnika i površini Bugarska je daleko najveća zemlja koja ulazi u evrozonu od 2001, odnosno od ulaska Grčke. Međutim, prema BDP-u po stanovniku ekonomski je **najsiromašnija**.

³⁵ IMF (2025), World Economic Outlook, October 2025, str. 125/127.

Niske stope rasta i recesija sigurno ne mogu stimulirati ulazak u evrozonu. Takvi ekonomski rezultati i previsoki javni dugovi tri velike evro-ekonomije – Italije (125% BDP-a), Francuske (105%) i Španije (102%) bili su glavni povodi za oštro upozorenje MMF-a.³⁶

Na stabilnost i poziciju evra u domaćim i međunarodnim okvirima takođe nepovoljno utiču i ograničenja u vođenju monetarne politike ECB. „Prvo, ostale centralne banke spremne su bezuslovno pozajmljivati svojim vladama u krajnjem slučaju, iako im obično nije dozvoljeno direktno pozajmljivanje u normalnim vremenima... U evrozoni postojeći programi uključuju uslove koje vlade moraju ispuniti. Bar za neke zemlje **nema sigurnosti**. Drugo, u većini zemalja postoji sporazum koji štiti centralne banke od gubitaka zbog kreditiranja u krajnjoj instanci komercijalnih banaka i drugih finansijskih institucija. Takvog sporazuma nema u evrozoni“ (Wyplosz, 2024, str. 22).

Zato avet neispunjavanja dospelih vladinih obaveza ponovo kruži nad evrozonom, bacajući tamnu senku na Italiju, Španiju i druge zemlje sa teško održivim javnim dugom. Francuska se očigledno smatra zaštićenom, mada je već pod nadzorom Evropske komisije zbog prekomernog deficita, zajedno sa Italijom i Španijom. Za većinu ostalih zemalja se postavlja pitanje ispunjavanja nametnih uslova. Ovakva igra **monetarne šargarepe i fiskalnog štapa** ne postoji nigde drugde, ali objašnjava proteste poljoprivrednika u Briselu i Grčkoj i opšti revolt zbog povećanja poreza u inače nisko zaduženoj Bugarskoj. Istovremeno, objašnjava i garancije evro-vlada za obveznice koje Ukrajina neće moći isplaćivati. Jedino pozitivno u svemu tome je što ECB za sada uspeva da izbegne nerazumne finansijske konstrukcije evro-političara.

Sudbinsku neizvesnost evra i njegovog emitenta – ECB, pojačavaju decenijski sporovi nemačkih i evropskih sudova u tumačenju famoznog člana 125 Mastihtskog ugovora i usklađenosti kreditnih programa sa obavezom **nepomaganja** evro-zemljama u problemima. Pored toga, Savezni ustavni sud Nemačke presuđuje da li su ECB mere monetarne politike u skladu sa nemačkim zakonima. Čak i kada su prihvatili suprotne presude Evropskog suda pravde, postavljali su svoje uslove od kojih nisu odstupali.³⁷ Nije teško zamisliti pravnu nesigurnost ECB sa sedištem u Frankfurtu prilikom formulisanja bilo kog vanrednog kreditnog programa (isto). A takvih programa će neminovno biti, kao što će neizbežno biti velikih finansijskih kriza. Na kraju, zvuči apsurdno, ali je tačno da „samostalne“ zemlje lakše mogu obezbediti finansijsku podršku EU od evro-zemalja. A još je apsurdnije da zemljama zajmotražiocima uslove postavlja *njihova* nezavisna centralna banka u liku ECB evrosistema!

³⁶ „Evropa je vešto prebrodila mnoge velike šokove, ali dugotrajna šteta počinje ostavljati trag. Zamah rasta slabi prema osrednjim srednjoročnim izgledima. Podsticaj od izvoza izvršenog ranije ove godine se gubi jer carine počinju uticati, a tržišta obveznica računavaju veći rizik zbog stalne neizvesnosti. Smanjenje kamatnih stopa i veća fiskalna potrošnja, uključujući i odbranu, do sada nisu uspjeli podstaći privatnu tražnju. Jaz u produktivnosti u odnosu na SAD ostaje veliki, sa prognozom daljeg povećanja. Na domaćem planu, dobro poznate potrebe za strukturnim reformama ostaju neispunjene. Davanje prioriteta uskim nacionalnim ciljevima u odnosu na šire zajedničke koristi i spor proces donošenja odluka prete odlaganjem veće integracije evropskih tržišta kapitala, rada i proizvoda“ (IMF (2025), Regional Economic Outlook: *Europe*, October 2025, str. V).

³⁷ Šta bi se desilo da, na primer, Holandija, Belgija ili Austrija traže mišljena svojih ustavnih sudova o zakonitost mera monetarne politike ECB?

Otuda postaje jasno zašto špekulanti ponovo targetiraju članice evrozone, kao 2010-ih u krizi državnog duga ili ERM članice u odbrani deviznih kurseva 1992-3. Jednostavno, ECB ne uspeva da se izbori za presudnu kriznu funkciju svake centralne banke – urgentno kreditiranje u vreme previranja na finansijskim tržištima. „Izmišljanje novog programa kad god se pojave novi potencijalni rizici, svaki sa svojim setom *ad hoc* uslova, nije održivo. ECB mora nastojati da postane potpuni kreditor u krajnjoj instanci, jer su centralne banke jedine institucije koje se mogu suočiti sa paničnim finansijskim tržištima zahvaljujući svojoj jedinstvenoj sposobnosti da učine sve što je potrebno“.³⁸

Neizvesnu sadašnjost evra možda najbolje ilustruju pokušaji ECB sistema da osmisli i lansira digitalni evro.³⁹ Zvanično, to je odgovor na svetski trend digitalizacije, uvođenje tzv. stabilnih kovanica (*stablecoins*) privatnih emitenata i poplavu bezbroj kripto-valuta (*cryptocurrencies*), najčešće anonimnih izdavaoca. Ustvari, ECB želi da se izbori za sopstveni suverenitet u maloprodajnim platnim sistemima, kojima dominira američki duopol - *Visa* i *MasterCard*. Evropski bankari su bili šokirani na početku sukoba u Ukrajini, kada su ova dva mega provajdera jednostavno ugasili svoje platne sisteme u Rusiji. Ne zbog Rusije, već zbog mogućnosti da se to isto može i njima desiti. Zato je digitalni evro „glavni prioritet za Bundesbanku“.⁴⁰ Uprkos tome, veliko je pitanje da li će se zajednička digitalna valuta pojaviti do kraja ove decenije.⁴¹

Simptomatično je da kreatori digitalnog evra predviđaju posebnu infrastrukturu za maloprodajna plaćanja. Ko će zabraniti da *Visa* i *MasterCard* koriste istu infrastrukturu i da vrše transakcije u digitalnim evrima? Evropski političari i centralni bankari to sigurno neće smeti, čak i ako Danska izgubi Grenland.

Započeta titanomahija ipak nije najveći izazov za ECB i njen digitalni evro. Najveća enigma su sami evro-građani, koji sa zadovoljstvom koriste digitalne usluge komercijalnih banaka i drugih platnih provajdera. Većina njih je, naravno, povezana mrežama u vlasništvu spomenutih američkih titana. Realizacijom ovog ambicioznog ECB projekta evro-građani bi se suočili sa suštinskom nedoumicom – zašto bi pored postojećih opcija digitalnih plaćanja sa svojih računa u bankama koristili i posebne račune digitalnih evra u istim bankama, inače

³⁸ Wyplosz, 2024, str. 22. Ovo je jedna od najsadržajnijih dubinskih analiza, rađenih poslednjih nekoliko godina za potrebe Evropske Komisije i Parlamenta.

³⁹ „Poslednjih godina razmatrane su različite vrste tzv. digitalnih valuta centralne banke (CBDC). Najbrutalnije rešenje nudi model platforme za plaćanje na kojoj bi privatni sektor mogao inovirati (Banka Engleske). Druga opcija je direktni model, koji javnosti nudi CBDC bez posrednika. Mešoviti ili hibridni model je kombinacija ova dva“ (Vlastimir Vuković (2020), CBDC: Currency or platform? CBM Research, Paper 6, April 2020, str. 1).

⁴⁰ „Mi svakako nemamo negativan stav prema američkim provajderima platnih usluga. Oni su veoma važni partneri. Ali sa evropske tačke viđenja, potreban nam je sopstveni set opcija. Digitalni evro je deo kritične infrastrukture za Evropu i glavni prioritet za Bundesbanku“ (Burkhard Balz, član Izvršnog odbora Bundesbanke, intervju, 8.mart 2024).

⁴¹ „U maloprodajnom sektoru radimo na potencijalnom izdavanju digitalnog evra. Ukoliko evropski zakonodavci usvoje Uredbu (*Regulation*) o uspostavljanju digitalnog evra tokom sledeće godine, pilot projekat i prve transakcije mogli bi se sprovesti sredinom 2027, a digitalni evro bi mogao biti spreman za prvu emisiju u 2029-oj“ (*The future of a money: a central bank perspective*, Piero Cipollone, član Izvršnog odbora ECB, 19. decembar 2025).

limitiranog iznosa (predloženi limiti se kreću u rasponu od 500 do 3.000 evra). Jednostavno rečeno, zašto digitalni evro? Ustaljena priča o sigurnosti i privatnosti novca centralne banke ne daje odgovor na ovo sudbinsko pitanje. Zar evri građana u bankama nisu ECB novac? Eventualni neuspeh digitalnog evra dramatično bi urušio kredibilitet ECB evrosistema.⁴²

Prva evropska centralna banka koja je počela da razvija sopstvenu verziju digitalne valute bila je švedska Riksbank sa digitalnom krunom (*E-krona*). To je bio pokušaj odgovora na gotovo potpuno nestajanje njenih novčanica iz optičaja i pretvaranje Švedske u distopijsko bezgotovinsko društvo (*cashless society*). Posle gotovo decenije istraživanja ovaj projekat se očigledno našao u ćorsokaku – ove godine prvi put nije objavljen ni redovan godišnji izveštaj.

Za razliku od Švedske, Danska nije razvijala svoju digitalnu krunu, već je odlučila da pažljivo prati istraživanja drugih centralnih banaka. Prema raspoloživim izvorima, sličan stav su imale i ostale „samostalne“ centralne banke u EU. Dosadašnja iskustva sa digitalnim valutama centralnih banaka u Evropi i svetu isključuju mogućnost da digitalni evro eventualno bude faktor privlačenja novih članica u evrozonu. Veće izglede za mogući uspeh ima digitalna funta, jer ona nije ni definisana kao valuta, već kao platna platforma za inovacije privatnih provajdera.⁴³

Ipak, najveću neizvesnost u funkcionisanje ECB evrosistema i zajedničkog evra unose sami osnivači iz evrozone. Među njima prednjači Nemačka sa svojim prusko-bavarskim receptima za monetarnu i fiskalnu politiku i zakržljanim osećajem za zajedništvo. Sve to je skriveno smokvinim listom zajedničkih evropskih fondova, nevelike vrednosti u mrvicama budžetske potrošnje EU.⁴⁴

Na kraju, ostaje nerazmrsiv čvor različitih makro-ekonomskih zahteva u vođenju monetarne politike. Kako odrediti optimalne kamatne stope koje će istovremeno odgovarati prekomerno zaduženim i nisko zaduženim članicama, sa veoma različitim stopama nezaposlenosti, udelom poljoprivrede, izvoznim performansama, energetske potrebama i brojnim drugim razlikama?

ECB eurosistem uključuje 20 centralnih banaka (od 1. januara 21), iza kojih stoji isto toliko njihovih vlada. Usaglašavanje između centralnih banaka uglavnom se vrši konsenzusom. Uobičajeno teška **koordinacija** između centralne banke i vlade u monetarnoj uniji se komplikuje geometrijskom progresijom. Svi ovi problemi – konstrukcioni, zakonodavni, upravljački, razvojni, interesni, idejni, makro-ekonomski, finansijski i drugi – čine poziciju ECB i njenog evra veoma neizvesnom.

⁴² „Poverenje u centralnu banku, sigurnost i otpornost najčešće se spominju među odlučujućim faktorima prihvatanja digitalnog evra. Istovremeno, većina ispitanika u zemljama evrozone ističe da je zadovoljna platnim uslugama banaka. Otuda se odmah postavlja pitanje zašto digitalni evro? Zašto bi zadovoljni korisnici računa u bankama trebali koristiti i račune digitalnog evra?“ (Vlastimir Vuković (2024), Percepcija ljudi o njihovom novcu i digitalni evro, <https://novaccentralnebanke.com>, str. 2).

⁴³ Digitalna funta u vidu platforme za plaćanje pokazuje engleski poriv za isticanjem sopstvene izuzetnosti i inovativnosti po svaku cenu.

⁴⁴ „Štaviše, uz budžet Evropske unije od samo oko 1% BDP-a (za razliku od Sjedinjenih Država, gde federalna potrošnja iznosi preko 20% BDP-a), vrlo se malo troši na nivou EU... Evropa je odabrala najgore. Nametnula je štednju – neumereno smanjenje državne potrošnje“ (Stiglic, *Evro*, str. 34-5).

Ulazak Bugarske

Za nekoliko nedelja evro neumitno stiže na Crno more. Bugarska je ispunila oštre kriterijume konvergencije i ulazi u evrozonu. Na taj način je ekonomski **najnerazvijenija članica** EU pretekla šest daleko snažnijih nacionalnih ekonomija, koje su još uvek samo delimično u Ekonomsko-monetarnoj uniji!

Suprotno očekivanjima neupućenih, Bugari nisu pokazali nimalo oduševljenja ovim uspehom svojih političara. Naprotiv, u mnogo navrata su žestoko protestovali zbog napuštanja nacionalne valute - leva. Tako masovni pretpristupni protesti nisu zabeleženi ni u jednoj drugoj zemlji - članici evrozone. Da su vlasti Bugarske dozvolile referendum, gotovo sigurno bi imao sličan ishod kao u Danskoj i Švedskoj.⁴⁵ U Srbiji se, inače, evro referendum odvija svakodnevno, mereno valutnom strukturom depozita u bankama.⁴⁶ Donedavno, evro je imao oko 95% podrške, a sada je „pao“ na svega 90% svih depozita.

Naravno, protesti nisu mogli sprečiti oficijelnu proslavu. Na svečanosti u Sofiji, održanoj 4. novembra ove godine, Kristin Lagard, predsednica ECB sistema, širila je monetarni optimizam i raspirivala bugarska nacionalna osećanja. Kao ključne koristi apostrofirala je *prosperitet* (BDP po stanovniku) i *sigurnost* (zaštita u okviru evrozone). Osećajući nedovoljnu ubedljivost svojih tvrdnji, brzo je potegla Pajsija Hilandarca sa bugarske kovanice od 2€ i njegove davne poruke svojim zemljacima. Na kraju, ipak je morala priznati da je približno polovina Bugara protiv uvođenja evra, uz *mali deo* neodlučnih. Sprečavanje demokratskog izjašnjavanja birača na referendumu nije spominjala. Svakako je najupitnija njena tvrdnja da prihvatanje evra *nije gubitak suvereniteta, već dobitak?* Na kraju je citirala Vasila Levskog i njegov politički amanet iz 1870-ih.⁴⁷ Ceo ovaj govor, od početka do kraja, napadno odražava nadmeno zapadnjačko viđenje Balkana i Balkanaca.

Na istoj svečanosti govorila je i Kristalina Georgijeva, čelnica MMF-a. Za razliku od političkog pamfleta prethodnice, njeno obraćanje je bilo zabrinjavajuće i upozoravajuće ne samo za Bugarsku, već i za sve zemlje Balkana. „**Evro će pomoći**, ali sam po sebi **ne garantuje** viši životni standard. Ne: izazov se nastavlja... Čak i više od drugih, Bugarska se suočava se teškim srednjoročnim i dugoročnim izazovima: **starenjem stanovništva, odlivom mozgova** potrebama za infrastrukturom i odbranom, koji pojačavaju pritisak na fiskalnu potrošnju. Rast, iako iznad proseka EU, nije dovoljan za stvaranje dovoljno visoko-kvalitetnih radnih mesta i fiskalnih prihoda... Da, napredak se postiže. Ali je prespor“.⁴⁸

⁴⁵ Rekorder u odbijanju je Norveška, koja je tri puta na referendumima ubedljivo odbacivala nuđeno EU članstvo.

⁴⁶ Vlastimir Vuković (2011), Dinarizacija: neizvodljiva strategija, *Monetarna antologija*, str. 179-192.

⁴⁷ Christine Lagarde, *Bulgaria on the euro's doorstep: towards a shared future*, Speech, Sofia, 4 November 2025, ECB.

⁴⁸ Kristalina Georgieva, IMF Managing Director, *Bulgaria's Eurozone Accession*, Opening Address, Sofia, 4 November 2025, IMF.

Spomenuti odliv mozgova je samo eufemizam za masovni egzodus mladih i srednjih naraštaja sa najrazličitijim stručnim kvalifikacijama.⁴⁹ Sa istim problemom se suočavaju i ostale balkanske zemlje, samo što je u režimu Šengena taj odlazak iz zemalja članica gotovo nesputan.

Posle ovih državnih saturnacija u čast evra, bugarski revolt je eksplodirao. Neposredan povod bio je prvi budžet u evrima, koji je predviđao povećanje poreza. Na ovaj budžet je prethodnu saglasnost dala Evropska komisija, što je obaveza svih vlada u evrozoni. Do kraja novembra postalo je jasno da ovaj prvi evro budžet neće dobiti većinsku podršku u Parlamentu. Neposredno uoči glasanja o budžetu, 11. decembra, bugarska januarska vlada podnela je ostavku. U ovakvoj haotičnoj atmosferi dolazak evra na Crno more teško može biti slavljenički, bez vlade i bez budžeta. Izgleda da Evropska komisija i ECB nisu imali u vidu da se Crno more ne zove slučajno crno još od XIII veka, već namerno, kao upozorenje.

Po svemu sudeći, **strategija *daj šta daš*** na Balkanu nije preporučljiva, dok je za EU zemlje van evrozone dugoročno obeshrabrujuća. Evro stiže na Crno more usred zime, nezasluženo zatamnjen politikom forsiranog širenja, koja je potvrdila da kvantitet najčešće guši kvalitet. To je upozoravajuća senka nad politikom Evropske komisije i ECB evrosistema, zasnovanom na spornim birokratskim procenama.

Bugari će dolazak evra pamtiti po opštem nezadovoljstvu, žestokim protestima, neizglasanom budžetu, paloj vladi, većim porezima, socijalnim rezanjima, neprežaljenom levu i neizbežnim trgovačkim smicalicama u prevođenju cenovnika sa leva na evre. Bugarska evro golgota ima i svoju crnohumornu stranu – na stezanje kaiša i fiskalnu disciplinu primorava se najštedljivija i najdisciplinovanija balkanska nacija, koja nadmašuje čak i uzorite Nemce! Javni dug Bugarske je neznatnih 24% BDPa u odnosu na prosečnih 65% u EU (Kristalina Georgijeva, MMF). To je cena ulaska u evrozonu, koju Bugarska ne bi morala platiti da je ostala „samostalna“ članica EU. Cenu ulaska u EU već je platila svojim najvitalnijim i najškolovanijim naraštajima, rasutim širom Unije.

Pretpristupno iskustvo Bugarske takođe je pokazala da ekonomski manje razvijene zemlje, sa niskim javnim dugom, uglavnom lakše dostižu kriterijume konvergencije za ulazak u evrozonu. Poređenja radi, već u periodu 2005-2010. skoro sve zemlje nastale iz bivše Jugoslavije imale inflaciju približnu proseku EU (2,8%), znatno nižu od Bugarske (6,4%), uz gotovo fiksni devizni kurs prema evru. Na taj način su ove zemlje već tada ispunjavale prva dva kriterijuma konvergencije na putu ka EMU, a Bugarska samo jedan. Stabilnost kursa obezbeđivana je odgovarajućim monetarnim režimima – valutnim odborom (Bugarska i BiH), *de facto* targetiranjem deviznog kursa (Hrvatska i Makedonija) i unilateralnom oficijelnom evroizacijom (Crna Gora). Suštinski, stabilan kurs evra bio je sidro očekivanja niske inflacije.⁵⁰ Kurs evra i danas igra istu ulogu u evroizovanim balkanskim ekonomijama.

⁴⁹ Autor ovih redova je u maju 2022. na Midžoru sreo mlađeg bugarskog planinara, koji se takođe sam penjao na Staru planinu sa druge strane. U polusatnom razgovoru objasnio mi je da većina mladih odlazi. On je iz Vidina, ali radi u Sofiji, dok su u njegovom rodnom gradu ostali samo penzioneri.

⁵⁰ Vlastimir Vuković (2011), The inflation and exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect, *Monetarna antologija*, str. 193-204.

Budućnost evra

Na početku priče o budućnosti evra uputno je još jednom se osvrnuti na turbulentnu 1992. godinu, na začetak EU, posrtanja ERM-a i njihove dalekosežne posledice. Do danas su ostale ocene da je *Crna sreda* bila poraz Britanije, njene Vlade i Centralne banke. Još uvek malo analitičara razume da je to bio poraz političkog projekta EU, od koga se nikada nije i ne može oporaviti.⁵¹ Jedinstvena prilika stvorena potpisivanjem inicijalnog Ugovora o EU bespovratno je ispuštena. Danski referendum je bio izgubljena bitka. U *crnoj sredi* je izgubljen rat.

Naravno, to ne znači da bi EMU uspela, ali u kontrafaktualnom scenariju, bez sloma ERM-a, krajnji ishod bi izvesno bio povoljniji. Jedinstvena valuta ujedinjuje jače od bilo koje političke platforme. SAD imaju Sistem federalnih rezervi sa 12 federalnih rezervnih banaka, koje emituju isti američki dolar (kovanice kuje Trezor). Ne postoji njujorški, teksaški ili kalifornijski dolar. Zlatne rezerve su takođe jedinstvene. Nasuprot tome, svaka članica evrozone štampa novčanice i kuje banknote sa sopstvenim nacionalnim motivima. Čak i Vatikan ima svoje kovanice! A što se tiče zlatnih rezervi, ECB je nedavno zvanično reagovala jer je italijanski Parlament usvojio zakon po kome su domaće zlatne rezerve vlasništvo italijanskog naroda. Toliko o jedinstvu.⁵²

O budućnosti evra najpre govore procene njegovih dosadašnjih učinaka. Uobičajeno, kritike američkih ekonomista su najoštrije. Serijski nobelovci ostaju zgranuti što takva monetarna unija i njena zajednička valuta uopšte postoje. Dovoljno je navesti naslov knjige jednog od njih: *Evro: kako zajednička valuta ugrožava budućnost Evrope*. Uprkos ovakvom zaključku Džozefa Štiglica, moraćemo strpljivo da čekamo „prosperitet“ Evrope bez evra.

Sasvim suprotnu ocenu dao je evropski ne-nobelovac Čarls Viploš, verovatno najbolji poznavalac evrozone, ECB sistema i evra. „Evropska monetarna unija (EMU)⁵³ bila je istorijski uspeh. Prkosila je skeptičnim predviđanjima i ublažavala teške krize, unutrašnje i spoljne. Ipak, brojni nedostaci su ostali nevidljivi i dalje preteći... Većina postojećih nedostataka stoji u mestu, jer vlade zemalja članica nisu delovale zadnjih 25 godina. One kočice ECB i predstavljaju trajnu pretnju evru“.⁵⁴

⁵¹ „Crna sreda je oblikovala budućnost Ujedinjenog kraljevstva... Nemcima je bilo potrebno da Francuska bude u ERM-u, ali se to isto ne može reći za Britaniju. Francuska vlada je stvarno želela da se pridruži evropskom monetarnom projektu. Britanska vlada mu se pridružila samo kao efektivnom načinu upravljanja inflacijom. Posledice Crne srede ostale su **važne za Britaniju**.“ (Naef, 2022, str. 222-3). Da li su za EU bile manje važne?

⁵² „Sukobi između nacionalnih pristupa stvaraju sukobe koji prete da rastrgnu Evropu. Posle 2008. godine, nacionalna politika svuda – ne samo u Evropi – postala je važnija ... Nacionalna politika se ponekad predstavlja kao način odbrane lokalnog stanovništva od spoljnih pretnji. Država izgleda kao odbrambeni mehanizam u doba globalizacije“ (Brunnermeier – James - Landau (2016), str. 378).

⁵³ Poslednjih nekoliko godina se često koristi skraćenica EMU za evropsku monetarnu uniju, što je normativno samo delimično tačno. U istraživanjima može da služi za naglašavanje zaostajanja ekonomske unije za monetarnom. Ipak, metodološki je najuputnije koristiti skraćenicu EMU u njenom izvornom značenju – Ekonomsko-monetarna unija, jer su jedna bez druge dugoročno neodržive.

⁵⁴ Charles Wyplosz (2024), *The age of reason? Monetary Dialogue Papers*, In-depth analysis, European Parliament, str. 8.

Ove teške optužbe za nedelovanje evro-vlada od samog konstituisanja ECB sistema i lansiranja evra nisu potpuno osnovane, jer ih aboliraju za pogrešno i uskogrudo delovanje. Da li današnji nastavljači njihovih ekonomsko-monetarnih radova mogu napraviti iskorak napred? Sigurno NE, o čemu najbolje svedoči poražavajuće iskustvo Bugarske sa ulaskom u evrozonu.

Valutna stabilnost ipak ostaje uslov svih uslova za opstanak evrozone i cele EU. Postojeća sputanost i fragmentarnost ECB monetarne politike mnogo je veća neposredna opasnost za zemlje evrozone, nego za sam evro. Naizgled paradoksalno, ekonomske turbulencije u razvijenim zemljama uobičajeno prati jačanje njihovih valuta. Isto važi i za monetarnu uniju ukoliko većinu članica čine takve zemlje.⁵⁵ Zbog toga je evro do sada bio neuporedivo stabilniji od evrozone! Tako će biti i u budućnosti. Međutim, zajednička valuta ne bi mogla preživeti krah evrozone. Njen raspad ili pretapanje u Evropski ekonomski prostor, označili bi kraj ECB sistema i njenog glavnog proizvoda – evra.⁵⁶

Gubitak monetarnog suvereniteta ključni je faktor odvrćanja od ulaska u monetarnu uniju. Iskustvo „samostalnih“ EU članica to nedvosmisleno potvrđuje – ove zemlje nisu bile ugrožene evropskom krizom državnih dugova 2010-ih godina, mada su u pitanju međusobno povezane EU ekonomije. Zato špekulanti ni danas ne targetiraju zemlje van evrozone, bez obzira na visinu njihovog javnog duga u odnosu na BDP.

„Postoji fundamentalna suprotnost između evrozone i „samostalne“ zemlje (tj. zemlje sa sopstvenom centralnom bankom). U samostalnoj zemlji centralna banka se suočava samo sa jednom vladom, koja uvek nadvlada u vreme krize. Nesumnjivo da će u samostalnoj zemlji centralna banka morati da osigura likvidnost kada se vlada suoči sa krizom likvidnosti. ECB se u evrozoni suočava sa 20 vlada, od kojih ni jedna nema ovlašćenja nad centralnom bankom. Nijedna od ovih vlada ne može prisiliti ECB da obezbedi likvidnost u vreme krize. To čini neizvesnom buduću podršku likvidnosti u monetarnoj uniji. Otuda je osnovno pitanje koliko je verodostojna spremnost ECB da bude kreditor u krajnjoj instanci. To će i dalje evrozoni činiti krhkom konstrukcijom“.⁵⁷

ECB ni do danas nije dobila mandat kreditora u krajnjoj instanci, jer to izričito zabranjuje *pruski* strog član 125 Ugovora o EU. Suštinski, tim članom je EU određena kao **zajednica bez zajedništva**.⁵⁸ Napred opisana dešavanja u Bugarskoj upravo pokazuju da takva Unija, po

⁵⁵ „Ekonomske krize u razvijenim zemljama obeležava dezinflacija (usporavanje inflacije) i deflacija (pad opšteg nivoa cena)... Ekonomske krize prati jačanje nacionalnih valuta, a ne njihovo obezvređivanje... Zato, na kraju, ni krizu EMU nije pratila veća inflacija i obezvređivanje evra“ (Vlastimir Vuković (2011), Kriza evra ili kriza evrozone, *Politika*, 2. decembar 2011, str. 11).

⁵⁶ European Economic Area (EEA). Čine ga Norveška, Island i sićušni Lihtenštajn. Švajcarska ne pripada ovoj grupi zemalja, jer je svoje odnose sa EU uredila posebnim bilateralnim ugovorom. Uzgred, primer Islanda i njegovog rvanja sa sopstvenom bankarskom krizom izuzetno je poučan za evro-zemlje i njihovu ECB, koja je prezrivo odbila tadašnje nagoveštaje jednostranog prihvatanja evra kao islandske valute. Island nije Crna Gora, a ni Crna Gora nije Island.

⁵⁷ Paul De Grouwe (2023), The end of euro area crises? In: *The making of the European Monetary Union: 30 years since the ERM crisis*, CEPR Press, str. 78-9.

⁵⁸ „Metod zajednice (Community) ustupio je mesto međudržavnom sistemu najgore vrste. Ustvari, praznina je popunjena pojavom jedne zemlje, Nemačke, kao efektivnog lidera. Ovo je vrlo okrnjen oblik

modelu štedljive bavarske domaćice, uz prusku disciplinu, teško može imati dugoročnu perspektivu.

Zbog toga je verovatnije da će sa iznenadnom i velikom finansijskom krizom u budućosti evro pre nestati, nego što će opstati. S druge strane, teško je zamisliti krizu zbog koje bi „samostalne“ članice EU prihvatile evro i ušle u evrozonu. Nespremnost članica EU van evrozone da prihvate evro, tačnije – privrženost njihovih građana svojim nacionalnim valutama, više puta je ubedljivo potvrđivana.⁵⁹ Smešno je verovati da će ulazak Bugarske u evrozonu podstaći drugačiji sentiment. Naprotiv.

Interesantno je i malo zapaženo da je većina ovih zemalja (Švedska, Danska, Češka, Mađarska) uglavnom uspevala da zadrži svoje radno sposobne i kvalifikovane građane, kako u privatnom, tako i u javnom sektoru. Pri tome su ekonomski stimulansi osnaženi socijalnim benefitima..

Ako evro i ECB ipak opstanu, opstaće uprkos Bundesbanci, Vladi i Saveznom ustavnom sudu Nemačke. Uprkos nemačkom mentalitetu i uskogrudisti.⁶⁰ Problem je što su Nemci istrajniji u svojim stavovima i zabludama od drugih evro-naroda, što će privlačiti finansijske špekulante dok god bude postojala monetarna unija.

Uprkos svemu, ostaje činjenica da je evro vezivno tkivo klimave konstrukcije evrozone i zdušno prihvaćena zajednička valuta u 20 EU zemalja. Zahvaljujući njegovoj stabilnosti i funkcionalnosti, ECB je najsnažnija institucija ne samo EMU, već i cele Evropske unije.⁶¹

Za kraj, dragocena pouka o tome šta je monetarna unija. **„Monetarna unija je više od jedinstvene valute i jedne centralne banke... Monetarna unija može funkcionisati samo ako postoji kolektivni mehanizam međusobne podrške i kontrole... Međutim, ono što je postignuto još uvek je daleko od dovoljnog da garantuje opstanak evrozone“** (De Grauwe (2011), str. 18-19). Tako će i ostati sve dok kontrole i nagodbe budu gušile podršku.

Predstojećim dolaskom na Crno more, evro će se neumitno naći na *ekstra* belom hlebu.

međudržavnog sistema. To je neefektivan oblik jer će svaka zemlja uvek koristiti svoj uticaj da bi unapredile rešenja u svom interesu, što je Nemačka i učinila“ (Charles Wyplosz (2014), str. 12).

⁵⁹ „Izlaznost na referendumima na kojima je odbijan evro bila je impresivno visoka: u Danskoj, 28. septembra 2000. godine protiv je glasalo 53% uz **izlaznost od 87,6%**, a u Švedskoj, 56% je bilo protiv, uz **izlaznost od 81%**, 14. Septembra 2003“ (Stiglic, *Evro*, str. 82).

⁶⁰ „Dakle, veliki deo krize pokazao se kao rasprava o novom nemačkom pitanju, o razmerama nemačke moći i da li Nemačka ima kapacitet ili spremnost za liderstvo u Evropi. Gotova svaka vrsta **nemačkog vođstva** duboko je problematična... Kampanja za Bregzit imala je snažnu germanokritičku komponentu“ (Brunnermeier, James, Landau, str. 379).

⁶¹ „**Evro je najbolji proizvod EMU, a ECB njena najsnažnija institucija...** Zato je evro spasilac EMU, a opasnost njegovog nestanka najveća pretnja neposlušnim zemljama i nezadovoljnim građanima... Ovaj tekst je pisan u vreme kada je odlučujući EU samit tek počeo, ali je nesumnjivo da će stožer svakog dogovora biti evro. Izuzetak je V. Britanija, koja posle sloma kursnog mehanizma ERMI davnih 90-ih godina, više ne pokazuje bilo kakav interes za ulazak u Ekonomsku i monetarnu uniju. U takvim okolnostima neće biti spektakularnih pomaka, ali će razlike u interesima postati još jasnije. Dovoljno za čvršće EMU veze i labavije EU odnose u budućnosti“ (Vlastimir Vuković (2011), *Davljenik ili spasilac, Politika*, 10. decembar 2011, str. 11).

novacentralnebanke.com

monetarna-antologija.rs

centralbankmoneyresearch.com

Prvi put objavljeno na <https://novacentralnebanke.com/>