

Др Јасмина Лабудовић Станковић, редовна професорка  
Правног факултета Универзитета у Крагујевцу  
ORCID: 0000-0001-8983-8173

Прегледни научни рад  
УДК: 336.71  
DOI: 10.46793/XXMajsko2.087LS

## ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО ЗАЈМОДАВАЦ У ПОСЛЕДЊОЈ ИНСТАНЦИ\*

### Резиме

Бити зајмодавац у последњој инстанци једна је од најзначајнијих функција централне банке. У раду аутор објашњава порекло, појам, значај ове функције, али и како централна банка делује у улози зајмодавца у последњој инстанци, када треба деловати, начине деловања и шта би се десило ако она не би обављала ову своју важну функцију. Како су банке подложне неликвидности, у раду се посвећује пажња појму ликвидности и објашњавају ситуације када банке постају неликвидне. Деловање централне банке као зајмодавца у последњој инстанци је друштвено корисно јер се криза зауставља, односно спречава њено продубљивање и чува, односно поново успоставља финансијска стабилност. Независно од тога, може доћи и до моралног хазарда, па је и ово питање нашло место у овом раду. Иако је пожељно да постоје правила за поступање у кризним ситуацијама, често се дешава да тежина кризе опредељује начин интервенције централне банке, те да нема универзалног рецепта за поступање.

**Кључне речи:** централна банка, зајмодавац у последњој инстанци, финансијска криза, Vagehot-ова правила.

### 1. О пореклу и појму „зајмодавца у последњој инстанци“

Када наступе финансијске кризе, паника и масовно повлачење новца из банака и оне постану неликвидне без довољно средстава за финансирање, која не могу обезбедити на међубанкарском тржишту (јер оно престаје да функционише), улога централне банке постаје нарочито изражена јер обавља

---

\* Рад је резултат научноистраживачког рада аутора у оквиру Програма истраживања Правног факултета Универзитета у Крагујевцу за 2024. годину који се финансира из средстава Министарства науке, технолошког развоја и иновација Републике Србије.

улогу зајмодавца у последњој инстанци. Ову улогу централна банка обавља захваљујући томе што има ексклузивно право емисије новца.<sup>1</sup> Без улоге зајмодавца у последњој инстанци „нема финансијске стабилности, а системска финансијска криза би била ван контроле“.<sup>2</sup>

Иако се улога зајмодавца у последњој инстанци природно везује за централну банку, податке о коришћењу овог инструмента јавне политике у извесном смислу, налазимо у далекој прошлости. Захваљујући Тациту сазнајемо о првој системској кризи која се десила у Риму 33. г. нове ере за време цара Тиберија. Повод за кризу било је ограничење висине каматних стопа на зеленашке кредите власницима земље. За обезбеђење кредита коришћена је земља. Како дужници нису могли да врате дуг јер су камате биле врло високе, њихова земља је продавана. Приход од продаје пунио је царску (*fiscus*) и државну (*aerarium*) благајну.<sup>3</sup> Римски Сенат је наредио да сваки зајмодавац треба најмање 2/3 позајмљене суме да уложи у куповину земље.<sup>4</sup> Међутим, то није постигло жељене ефекте. Последице су биле страшне по банке. Драстично се смањила понуда кредита јер су банкарски повукли новац (наступила је „несташница новца“) и нису хтели да купују земљу. С друге стране, због велике понуде, цена земље је опала. Да би се криза зауставила, цар Тиберије је из царске благајне (*fiscus*) одобрио бесплатне трогодишње зајмове банкама у износу од 100.000.000 сестерција<sup>5</sup> и тако сачувао њихову ликвидност. На овај начин се, практично, у улози зајмодавца у последњој инстанци наша држава.

Улогу зајмодавца у последњој инстанци централне банке почињу обављати у 19. веку. Сматра се да је управо та чињеница, кључни моменат од када треба рачунати почетак развоја централног банкарства.<sup>6,7</sup> Тада престају да

---

<sup>1</sup> На ову тесну везу између функције емисије новца и зајмодавца у последњој инстанци указује нам *Ralph Hawtrey* у својој књизи „Уметност централног банкарства“. Он пише: „Централна банка је зајмодавац у последњој инстанци. То је прави извор одговорности за валуту. Ако она не би имала право на емисију, и ако би валута зависила искључиво од врсте стандарда, централна банка би апсолутно зависила од својих резерви кованог новца како би одговорила повећаној тражњи за валутом“ (*Hawtrey, R. G., The Art of Central Banking, Longmans, Green and Co., 1932, reprinted 1933, p. 116-117.*)

<sup>2</sup> Herr, H., *The European Central Bank and US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, *Panoeconomicus*, 1, 2014, p. 59.

<sup>3</sup> У периоду принципата у старом Риму су једно време паралелно постојале две благајне – *aerarium* и *fiscus*. *Aerarium* (државна благајна) је наслеђен из периода републике, док је *fiscus* (царска благајна) настао касније, у време принципата. *Fiscus* је увео Октавијан Август (Станковић, Е., Владетић, С., *Римско право*, Крагујевац, 2020, стр. 65).

<sup>4</sup> Тацит, К., *Анали*, 6, 23 (6, 17).

<sup>5</sup> Исто.

<sup>6</sup> Фабрис, Н., *Централно банкарство у теорији и пракси*, Подгорица, 2006, стр. 34.

<sup>7</sup> Држава је јемчила за прве основане централне банке. Мотив за њихово оснивање није био обављање функција које данас врше, већ обезбеђење сигурног финансирања државе, посебно у време ратова, и контрола над златним резервама државе датим на

обављају послове комерцијалног банкарства. Почињу да раде у јавном интересу. Многе централне банке, макар у почетку, биле су у приватном власништву и усмерене на максимизацију профита као и све друге банке. У тим првим годинама њиховог деловања, себе нису доживљавале као некога ко треба да обавља надзор над банкарским системом.<sup>8</sup> Временом постају свесне важности надзорне функције коју обављају, значаја да помогну банкама када се нађу у проблемима, тј. свесне значаја улога које су им додељене од стране државе. Доживљавање осталих банака као пуких конкурената разлог је због чега Банка Енглеске није спасила банку *Overend Gurney* 1866. године.<sup>9</sup> Банка Енглеске није увек у време финансијских криза користила своју улогу зајмодавца у последњој инстанци, па је приватне интересе, тј. интересе својих акционара стављала изнад општег интереса. Тек касније, схватила је да мора да ради у јавном интересу и да не може доживљавати пословне банке као своје конкуренте.

Бити кредитор у последњој инстанци не само да је једна од најстаријих, већ и најважнијих функција централне банке.<sup>10</sup>

*Francis Baring* је први употребио синтагму *lender of last resort* („зајмодавац у последњој инстанци“) 1797, а поводом кризе у Енглеској након рата са Француском.<sup>11</sup> Вођен маштом и симболиком, *Baring* је употребио и израз *dernier ressort*. Овај израз је у Француској означавао последњи жалбени суд, с тим да га је *Baring* користио у пренесеном смислу.<sup>12</sup>

Сам концепт кредитора у последњој инстанци везује се за *Thornton*-а и *Bagehot*-а. *Thornton* је 1802. позвао Банку Енглеске да интервенише и ублажи панику која је настала на банкарском тржишту тадашње Енглеске. Он је препознао важност ове улоге централне банке објашњавајући да „пропаст неке банке може да буде опасна и за друге банке, што може бити врло проблематично ако није праћено убацивањем веће количине злата“.<sup>13</sup> У својој

---

чување централној банци, која је уз то имала и право емисије новца (Живковић, А., Кожегинац, Г., *Монетарна економија*, Београд, 2009, стр. 561).

<sup>8</sup> Goodhart, C., Schoenmaker, D., *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?*, Oxford Economic Papers, 47/1995, p. 541.

<sup>9</sup> Међутим, није реаговао ни ФЕД као зајмодавац у последњој инстанци за време велике кризе 30-их година 20. века. Да је ФЕД тада поступао као зајмодавац у последњој инстанци, криза не би била тако катастрофална.

<sup>10</sup> Bordo, M., *Rules for a lender of last resort: An historical perspective*, Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 49, 2014, p. 126.

<sup>11</sup> Lastra, R., Wood, G., *The crisis 2007-09: Nature, Causes and Reactions*, Journal of International Economic Law, 13 (3)/2010, p. 532.

<sup>12</sup> Kindleberger, C. P., Aliber, R., Z., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crashes*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey, 2005, p. 225.

<sup>13</sup> Thornton, H., *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, London, 1802. Према: Lastra, R., Wood, G., *нав. чланак*, стр. 532.

чувеној књизи *Lombard Street*<sup>14</sup> без које нема објашњења функције зајмодавца у последњој инстанци, *Walter Bagehot* је поставио правила која треба да уважава кредитор у последњој инстанци, тј. централна банка која се налази у овој улози. То су чувена Баџетова правила за зајмодавце у последњој инстанци. Тако, он истиче да кредитор у последњој инстанци треба да позајмљује по високој стопи, слободно; на основу квалитетних банкарских хартија од вредности које служе као обезбеђење и да треба да позајмљује солвентним банкама. Истовремено, он критикује Банку Енглеске и каже да се није доследно понашала током кризе у 19. веку и да није поштовала поменута правила.<sup>15</sup>

У суштини Баџет саветује да централна банка позајмљује по високим каматним стопама и колико је потребно, с тим да позајмљује на основу квалитетних средстава обезбеђења (квалитетних хартија од вредности банака) како би била сигурна да ће јој банка у финансијским проблемима вратити позајмљена средства. Погрешно је мислити да је Баџет саветовао да позајмљивање буде по казним стопама. Високе каматне стопе на кредите централне банке требало је да спрече позајмљивање оним банкама које су ову помоћ доживеле као прилику да профитирају у „тешким временима“, а не да се извуку из кризе ликвидности. Те каматне стопе су, наравно, веће од оних пре кризе. Није се могло позајмљивати ни из предострожности, већ само кад банка заиста постане неликвидна. Високе каматне стопе служе и као одбрана од смањења девизних резерви и да би се спречио одлив новца из земље.<sup>16</sup> Осим тога, у то време владао је златни стандард, па је требало спречити банке да повећавају своје резерве на рачун смањења резерви Банке Енглеске. Важан задатак био је очувати стабилан однос између валуте и злата, те одржати златни стандард.<sup>17</sup> Такође, Баџет је сматрао да треба позајмљивати само неликвидним, али солвентним банкама. Ова правила су дуго поштована, али су кризе у 20. и 21. веку допринеле да се од њих помало и одступи.<sup>18</sup>

---

<sup>14</sup> *Lombard Street* је заправо улица у којој су се налазиле све банке у Енглеској и у којој је постојало тржиште новца (*money market*).

<sup>15</sup> Bagehot, W., *Lombard Street: A Description of Money Market*, Westport, Connecticut: Hyperion Press, Inc., 1873 (reprint edition 1979), p. 97-98.

<sup>16</sup> Grossman R. S., Rockoff H., *Fighting the Last War: Economists on the Lender of Last Resort*, in: Bordo, M. D., Eitrheim, Ø., Flandreau, M., Qvigstad J. F. (eds.), *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*, New York: Cambridge University Press, 2015, p. 28. доступно на: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w20832/w20832.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w20832/w20832.pdf)

<sup>17</sup> Енглеска је у 19. веку била изузетно економски моћна држава, а Лондон светски финансијски центар. Почетком Првог светског рата Банка Енглеске је имала монопол у откупљивању злата из Јужноафричке уније, као највећег светског произвођача злата. Тако је искључила остале купце. Док је трајао рат, међународно тржиште злата је престало да постоји (Бабић, М., Бабић, А., *Међународна економија*, Загреб, 2000, стр. 357).

<sup>18</sup> Постоје економисти који сматрају да треба спашавати само ликвидне банке, онако како је Баџет саветовато (De Grauwe P., *The European Central Bank as a Lender of Last Resort in the Government Bond Market*, CESifo Economic Studies, Vol. 59, No. 3/2013, p. 528).

Током времена искристалисала су се два главна концепта идеје зајмодавца у последњој инстанци. Први концепт се односи на контрацикличну монетарну политику. Она је макроекономског карактера, а води порекло од Торнтонa. Тај концепт је развијен у 21. веку и то пре свега од представника монетаристичке школе. Други концепт је микроекономски и односи се на политику благостања и подразумева помоћ због неликвидности.<sup>19</sup> Изворно, овај концепт потиче од Баџета.

Шира употреба израза кредитор у последњој инстанци почиње од 30-их година 20. века, тј. од велике кризе у САД.<sup>20</sup> Прецизније, *Ralph Hawtrey* и његово дело „Уметност централног банкарства“ сматрају се заслужним за раширену употребу овог појма.

Зајмодавац у последњој инстанци је функција коју централна банка обавља како би обезбедила потребну ликвидност банкарском сектору, али и другим финансијским институцијама, у ситуацији када не могу доћи до других извора финансирања у време финансијске нестабилности и како би спречила панику која се манифестује као „јуриш“ на банке. Тај „јуриш“ на банке значи масовно повлачење депозита и жељу за готовим новцем. У борби да одржи ликвидност и спречи панику, централна банка користи новац „високе снаге.“<sup>21</sup> У периодима кризе ликвидности, банке не могу доћи до потребних ликвидних средстава. Присутна је и информациона асиметрија која додатно отежава доступност, тј. проналажење извора финансирања. Страх да се не могу подићи депонована средства доводи до „јуриша“ на банке које нису способне да одједном исплате све клијенте. Тако екстремно високој тражњи за исплатом депонованих средстава не може се удовољити јер банке не поседују довољно резерви. Неповерање расте незауостављивом геометријском прогресијом, што може бити опасно за цео банкарски систем. Системски ризик је свеprisутан. Зато је важно да се паника заустави тако што би се створило уверење да новца има. Да би се то постигло, централна банка мора да убаци додатну количину новца у оптицај. Ако централна банка не би интервенисала, пропаст једне банке прелио би се на друге и банкарски систем би био урушен. Не би биле поштеђене ни „здраве“ ликвидне банке. Зато је улога централне банке кључна (централна) у таквим околностима.

Деловање централне банке као зајмодавца у крајњој инстанци указује на њену одговорност да спаси финансијски систем, тј. да очува, односно поново успостави нарушену финансијску стабилност. То потврђују речи *Thomas-a Humphrey*-а који каже да „израз зајмодавац у крајњој инстанци указује на одговорност централне банке да задовољи захтеве за новцем велике снаге у кризним временима, чиме се спречавају контракције новца изазване

---

<sup>19</sup> Ugolini, S., *The Evolution of Central Banking: Theory and History*, Toulouse, 2017, p. 109.

<sup>20</sup> Grossman R. S., Rockoff H., *нав. чланак*, стр. 36.

<sup>21</sup> Bordo, M., *нав. чланак*, стр. 127.

паником.<sup>22</sup> *Kindleberger* има шири приступ у објашњењу улоге зајмодавца у последњој инстанци и сматра да тај инструмент треба да заустави не само повлачење депозита из банака, већ и претварање других облика „проблематичне“ и неликвидне финансијске имовине у новац, што би значило да мисли и на акције, обвезнице, некретнине, резерве сировина итд.<sup>23</sup>

## 2. Деловање централне банке као зајмодавца у последњој инстанци

Обављање функције зајмодавца у последњој инстанци подразумева снабдевање банака неопходним кредитима (то су често хитне позајмице), али се могу корисити и други инструменти како би банке постале ликвидне.<sup>24</sup> То значи да централна банка може давати гаранције за дугове неликвидне банке, да може куповати повлашћене и обичне акције и сл.<sup>25</sup> На тај начин се неликвидна имовина претвара у ликвидну, постаје поново утржива, па банка може да настави да обавља своје послове. Хитне позајмице централне банке могу бити праћене високим каматама, а могу бити одобрене и уз субвенционисане каматне стопе.<sup>26</sup> Неке централне банке кредите дају без обезбеђења, а некада захтевају средства обезбеђења – често квалитетне хартије од вредности, што говори о различитој пракси. Без обзира на разлике, за време кризе је веома важно да постоји јасна процедура и правила за деловање централне банке.<sup>27</sup> То ће олакшати управљање кризом. Ипак, у многим случајевима јасних правила нема, па централна банка може поступати и *ad hoc* зависно од ситуације.

Кредити за ликвидност централне банке су по правилу краткорочни.<sup>28</sup> Централна банка позајмице одобрава привремено док се премости неликвидност, односно финансијски проблеми због којих банка није у могућности да обавља своје послове. Ови кредити нису исти као и кредити за ликвидност у стабилним условима.

У кризним временима важно је знати управљати паником. Баџет скреће пажњу на значај почетне панике и сматра да баш тада треба деловати да би се

---

<sup>22</sup> Humphrey, T., 1992, стр. 571. Према: Grossman R. S., Rockoff H., *нав. чланак*, стр. 4.

<sup>23</sup> Grossman R. S., Rockoff, H., *нав. чланак*, стр. 5.

<sup>24</sup> Банка која је добила помоћ од централне банке у обавези је да кредит врати, а за узврат ће од централне банке добити дата средства обезбеђења.

<sup>25</sup> Calomiris, C., Flandreau, M., Laeven, L., *Political foundations of the lender of last resort: A global historical narrative*, Journal of Financial Intermediation, 28/2016, p. 48.

<sup>26</sup> Calomiris, C., Meltzer, A., *Rules for the Lender of Last Resort: Introduction* (editorial), Journal of Financial Intermediation, 28/2016, p. 1.

<sup>27</sup> Lastra, R. M., *Emergency Liquidity Assistance and Systemic Risk*, in: Anand, A. (ed.) Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets, Oxford University Press, 2016, стр. 236-237. Доступно на: <https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/handle/123456789/25412>

<sup>28</sup> Исто, стр. 237.

спречило даље ширење панике. То значи да централна банка треба да препозна тај тренутак почетне панике и да благовремено делује. Баџет пише да је Банка Енглеске обавезна „не само да чува резерве због времена када може да наступи паника, већ да је важно ту резерву искористити ефективно када паника наступи.“<sup>29</sup> Али, да би могла благовремено да делује, веома је важно да буде добро информисана. Обављање улоге надзорног органа<sup>30</sup>, поред осталих функција које обавља, омогућује јој приступ многим информацијама и помаже у обављању улоге зајмодавца у последњој инстанци.

Централна банка делује директно снабдевајући новцем финансијске институције којима је помоћ неопходна што је у условима системске кризе јако значајно. Директна и брза помоћ коју пружа је кључ успеха централне банке као зајмодавца у последњој инстанци. Уз то, битно је да централна банка има неограничен капацитет<sup>31</sup> у обезбеђењу ликвидности. Понекад, може да делује и у спрези са владом како би се успоставила контрола и повратила стабилност финансијског система у целини. У таквим околностима, неке банке или друге финансијске институције могу бити национализоване, те тако спашене пропасти.

Оштрина финансијске кризе<sup>32</sup> 2007/2008 захтевала је сарадњу централних банка широм света како би кризу зауставиле и спасле глобалну економију. Позајмљивало се не само банкама, већ и привреди. Позајмљивало се колико год је требало, па и у страним валутама страним банкама. Централне банке имале су подршку својих влада, па су позајмљивале и једна другој, а затим и својим банкама.<sup>33</sup> Чињеница да је улога централне банке, према неким мишљењима за време ове кризе, доживљена и као улога маркет мејкера,<sup>34</sup> говори о томе да је централна банка чинила све да се криза заустави. Она је практично „стварала тржиште“ које је престало да функционише, снабдевајући га ликвидним средствима.

У атмосфери финансијске нестабилности, панике и повлачења депозита домаћих и страних лица, високог спољног дуга и сл., централна банка може и треба да интервенише и обезбеди стабилност. Финансијска стабилност је директно повезана са функцијом зајмодавца у последњој инстанци. Међутим,

---

<sup>29</sup> Vagehot, W., *нав. дело*, стр. 92.

<sup>30</sup> Ово питање је различито решено од државе до државе. Постоје аргументи да централна банка буде надзорни орган, али с друге стране и аргументи због чега је пожељно да централна банка не спроводи надзор над банкарским системом, већ да то чини друго независно тело.

<sup>31</sup> Campbell, A., Lastra, R., *Revisiting the Lender of Last Resort*, 2009, p. 9. Доступно на: <https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/handle/123456789/2006>

<sup>32</sup> Финансијска криза се може декомпоновати на кризу ликвидности и кризу капитала. Независно која од њих две започне лако се јави и друга, па делују удружено (Lastra, R., Wood, G., *нав. чланак*, стр. 531).

<sup>33</sup> Papadia, F., Välimäki, T., *Central Banking in Turbulent Times*, Oxford, 2018, p. 152.

<sup>34</sup> Lastra, R.M., *нав. чланак*, стр. 225; Ugolini, S., *нав. дело* стр. 116.

ово не значи да само централну банку треба „прозивати“ за финансијску нестабилност у савременим привредама јер одговорност носе и други субјекти.<sup>35</sup>

Независно од тога што је функција зајмодавца у последњој инстанци резервисана за централну банку<sup>36</sup>, она има дискреционо право да одлучи да ли ће деловати као зајмодавац у последњој инстанци или не.<sup>37</sup> Таква природа њеног права да одлучи да ли ће деловати или не, шаље сигнал банкама у финансијским проблемима да се опрезније понашају приликом пословања јер не знају да ли ће сигурно централна банка обављати ову улогу. То је добар механизам одбране од моралног хазарда.

Овако важна, витална улога централне банке да спасава банкарски систем и брине о финансијској стабилности, говори да централна банка није „обична“ банка, већ по много чему различита од пословних банака. То је централна институција монетарног система која поседује јавна овлашћења, што јој даје нарочит карактер и обележја.<sup>38</sup> Као таква има могућност ауторитативног иступања. Поседовање јавних овлашћења указује да је делатност централне банке од посебног значаја за државу. Улога и пословање централне банке су усмерени и делују на читаву привреду, њени акти су обавезујући за друге банке и све друге субјекте који се налазе под њеним надзором. Зато јесте важан субјект економске политике. Из такве њене позиције природно је да буде у улози чувара банкарског система, односно финансијског система и стабилности. Стабилизујући финансијски систем централна банка повећава и финансијски капацитет читаве привреде, с тим што то деловање ствара и потенцијалне инфлаторне притиске.<sup>39</sup>

Уколико централна банка не би обављала улогу зајмодавца у последњој инстанци, наступила би банкротства многих банака, али и других привредних субјеката повезаних са њима. То би разорно деловало на привреду. Дошло би до стагнације у производњи и раста незапослености. Финансијски систем би био врло нестабилан, несигуран, склон кризама, изложен финансијским шоковима, паници.<sup>40</sup> Не би постојало ни поверење јавности. Логично – ни

---

<sup>35</sup> Живковић, А., Кожегинац, Г., *нав. дело*, стр. 562. и Лабудовић Станковић, Ј., *Финансијска стабилност и нека од регулаторних решења ЕУ у циљу њеног очувања*, Зборник радова: XXI век – век услуга и Услужног права, књ. 14, Крагујевац, 2023, стр. 462.

<sup>36</sup> У циљу умањења глобалне нестабилности, међу експертима се појавило размишљање о успостављању међународног зајмодавца у последњој инстанци уз аргумент да постоје дефлаторни притисци који се преносе из једне земље у другу у време кризе, и то преко девизних курсева (Kindleberger, С. Р., Aliber, R., Z., *нав. дело*, стр. 243).

<sup>37</sup> Lastra, R. M., *нав. чланак*, стр. 229, 236.

<sup>38</sup> Милков, Д., *Управно право I – уводна и организациона питања*, Нови Сад, 2009, стр. 89.

<sup>39</sup> Minsky, H., *Stabilizing an Unstable Economy*, 1986, p. 47.

<sup>40</sup> Док нису основане Федералне резерве као централна банка САД-а 1914. (пре тога су пропала два покушаја), стање на банкарском тржишту САД-а је било врло нестабилно и упитно. Банкарски систем је био врло хаотичан. Био је изложен честим кризама,



централна банка не би уживала кредибилитет. Кредибилитет централне банке расте са остваривањем и очувањем ценовне и финансијске стабилности, што постаје веома важно у периоду све чешћих криза и нестабилности. Да не делује као зајмодавац у последњој инстанци, дозволила би урушавање, односно крах не само банкарског система, већ и привреде, што говори о врло високим трошковима целог друштва. Њено деловање оправдава јавни интерес.

Као кредитор у последњој инстанци, централна банка захтева од банака којима помаже одговарајуће поступање. Банке које примају помоћ морају предузети одговарајуће мере које им буду наложене од централне банке да би добиле неопходни кредит. Ипак, деловање централне банке као кредитора у последњој инстанци не значи нужно да ће свака банка која је добила помоћ бити заиста и спасена.<sup>41</sup> Резултат може бити и ликвидација банке, односно стечај уколико мере које су предузете нису уродиле плодом.

Деловање централне банке зависило је у прошлости од врсте монетарног режима (стандарда) који је био владајући.<sup>42</sup> С једне стране, централна банка је могла да обезбеди онолико новца колика год да је тражња за њим, што је једна врста екстрема. Наравно, овакво поступање нужно значи инфлацију и раст цена активе. Друга ситуација је постојала у време важења златног стандарда. То би подразумевало да централна банка има резерве у злату и да мора да их чува како не би дошла на критичан ниво. То значи да није могла неограничено да снабдева банке потребним новцем.<sup>43</sup>

### 3. Ликвидност

Ликвидност представља способност привредног субјекта да испуни своје обавезе на дан када оне доспевају. Ако банка не може наплатити обавезе од свог дужника, ни сама не може измирити обавезе према својим повериоцима. Банку карактерише тзв. рочна неусклађеност депозита и кредита које је одобрила, при чему је рок доспелости депозита краћи од доспелости кредита кроз које су депозити пласирани.<sup>44</sup> Одсуство ликвидности може бити крупан проблем за банку. Ризик од неликвидности указује на „неочекивано и велико

---

преварама и пропадању банака. Банке су биле недовољно капитализоване, а банкарски систем недовољно регулисан. Платни систем су карактерисале многе несавршености, а у промету су биле присутне разноврсне банкноте са различитим дисконтним стопама. Након 1863. у време финансијских криза, у одсуству централне банке, клириншке куће су деловале као квази зајмодавци у последњој инстанци па су у хитним случајевима снабдевале тржиште новцем. Понекад је, али у врло малом обиму, интервенисао и Трезор САД (Bordo, М., *нав. чланак*, стр. 128).

<sup>41</sup> Фабрис, Н., *нав. дело*, стр. 117.

<sup>42</sup> Стандард заснован на паприним новчаницама и златни стандард.

<sup>43</sup> Grossman, R. S., Rockoff, H., *нав. чланак*, стр. 6.

<sup>44</sup> Бабић, М., *Макроекономија*, Загреб, 2004, стр. 334-335.

повлачење краткорочног финансирања,<sup>45</sup> што ствара проблем за банку и излаже је опасности. Појаснимо ово. Познато је да се банке углавном финансирају инструментима тржишта новца, тј. краткорочним инструментима који се налазе у поседу инвеститора који када осете ризик неизвршења обавеза, по правилу, захтевају наплату потраживања од банака.<sup>46</sup> Када банка не може да измири дуговања према њима, настају проблеми и постаје неликвидна. Са изненадним догађајима, на пример финансијски проблеми компаније којој је банка одобрила велики кредит, нагли пад извоза, „пуцање мехура“ на берзи, ратно стање и сл., и уз присутну информациону асиметрију, може доћи до панике што појачава ризик неизвршења обавеза банака.<sup>47</sup> Додатни ризик настаје када је више банака уговорно повезано (по основу кредита, депозита, платног система, деривативних хартија од вредности<sup>48</sup>) и када пропаст једне изазива висок ризик пропасти, тј. „заразе“ и других банака. Зато је оправдано закључити да су банке подложне неликвидности.<sup>49</sup> Могућност преноса ризика и различити начини преноса (било у националним оквирима, било међународни) или „заразе“ са једне банке на другу (или неку другу финансијску институцију) је оно што на првом месту доприноси да криза добије карактер системске.<sup>50</sup>

Вртоглавица услед таквих збивања присиљава да се грозничаво „јурне“ ка банкама како би се становништво дочепало својих депозита. Тражња за новцем ексцесивно расте. Са друге стране, банке одбијају да одобравају кредите како би одржале ликвидност, али ако су и саме постале неликвидне настоје да обезбеде додатни извор ликвидности, што уопште није лако. Друге банке које су ликвидне неће желети да јој позајме средства јер су и саме забринуте за своју ликвидност. Влада криза неповерења. Криза прекида дугорочне односе између банака и клијената (зајмопримаца) који покушавају да нађу нове кредиторе, али је то, у новим околностима, врло тешко. Ситуација се компликује и постаје опасна. Панични страх који наступа може да буде сигнал да централна банка треба да делује као зајмодавац у последњој инстанци.

Информациона асиметрија и недовољна транспарентност у погледу многих банкарских производа (као на пример сложених секјуритизованих

---

<sup>45</sup> Davies, P., *Liquidity Safety Nets for Banks*, Journal of Corporate Law Studies, Vol 13, Issue 2/2013, p. 290.

<sup>46</sup> Calomiris, C., Flandreau, M., Laeven, L., *нав. чланак*, стр. 48.

<sup>47</sup> „Сваки изненадни догађај који доводи до велике тражње за готовином, може проузроковати и има тенденцију да проузрокује панику у земљи где се штеди и где су дугови велики.“ Баџет набраја различите догађаје: лоша жетва, опасност од инвазије, изненадна пропаст неке компаније која ужива велико поверење итд. (Bagehot, W., *нав. дело*, стр. 61).

<sup>48</sup> Lastra, R.M., *Systemic Risk, SIFIs and financial stability*, Capital Market Law Journal, Vol. 6, No. 2/2011, p. 202.

<sup>49</sup> Calomiris, C., Flandreau, M., Laeven, L., *нав. чланак* стр. 49.

<sup>50</sup> Lastra, R. M., *Emergency Liquidity Assistance and Systemic Risk*, стр. 230-231.

хартија од вредности) такође могу бити извор проблема. Кредити које банке одобравају по нетржишним условима одређеним клијентима (на пример, великим компанијама, клијентима са којима је банка у дугим пословним односима и сл.), носе велики ризик јер су одобрени по нетржишним условима, па су прави извор информационе асиметрије. Због њихове нетржишне категорије тешко је проценити тежину ризика која настаје за банке посматрано из угла депоната и банчаних поверилаца. Проблем неликвидности може наступити и у платном систему што посебно долази до изражаја код електронског система плаћања који подразумева велику брзину трансакција, али и велике износе који се преносе.<sup>51</sup> Ако би се десило да нека банка или друга финансијска институција не може да испуни обавезе у датом тренутку, то ће изазвати проблеме другим финансијским институцијама јер неће моћи да наплате своја потраживања, а затим измире обавезе према својим повериоцима. О неликвидности може бити речи и када се обавља трговина хартијама од вредности на различитим тржиштима у различитим временским зонама. Иако је у питању једна трансакција, она има тзв. две ноге. Плаћање може бити на једном тржишту у једној временској зони, док се испорука обавља на другом тржишту у другој временској зони.<sup>52</sup>

Да би дошла до потребних средстава, банка ће покушати да прода своју неликвидну имовину<sup>53</sup> или ће покушати да је искористи као средство обезбеђења да би дошла до извора финансирања, тј. ликвидних средстава јер међубанкарско тржиште не функционише. У условима нарушене финансијске стабилности, то може постати врло отежано, те лако може постати несолвентна.

Криза ликвидности која представља разлог да централна банка делује и интервенише као зајмодавац у последњој инстанци је права банкарска криза. Централна банка мора деловати благовремено како се неликвидност, односно несловентност<sup>54</sup> не би проширила и постала системског карактера. Зато је важно да делује брзо, пре него што криза узме маха и прошири се. Централна банка практично омогућава банци која има проблем са ликвидношћу да своју „неликвидну активу замени за ликвидна средства.“<sup>55</sup> Овом њеном деловању претходе детаљне анализе привреде и банкарског система и испитивање узрока кризе како би се проценило да ли је заиста оправдано да централна банка делује на овај начин. Стога, она мора проценити трошкове и користи своје интервенције. Мора бити опрезна нарочито због тога што њена помоћ може деловати охрабрујуће и подстицајно на банке које би у будућности могле да

---

<sup>51</sup> Lastra, R.M., *Systemic Risk, SIFIs and financial stability* стр. 203.

<sup>52</sup> Исто, стр. 204.

<sup>53</sup> Повећање понуде неликвидне имовине обара њихову цену. Што паника дуже траје то ће пад цена имовине бити оштрији (Kindleberger, C. P., Aliber, R., Z., *нав. дело*, стр. 237).

<sup>54</sup> У највећим кризама спашаване су и несолвентне банке.

<sup>55</sup> Davies, P., *нав. чланак*, стр. 296.

преузимају више ризика, тј. ризичније послове и понашају се шпекулативно јер знају да ће им помоћ у кризи опет пружити централна банка. Другим речима, таква улога централне банке може допринети ширењу моралног хазарда.

#### **4. Морални хазард и улога зајмодавца у последњој инстанци**

Спашавање банка у време кризе може бити јако друштвено корисно јер се криза зауставља, односно спречава њено продубљивање и чува, односно поново успоставља финансијска стабилност. Међутим, мора се проценити које банке, односно друге финансијске институције треба спашавати јер то изазива велике трошкове друштву. Државни дуг многих држава је постао значајно оптерећен након спашавања банака током кризе 2007/2008. По правилу, мање банке без системског значаја по привреду се не спашавају. Спашавају се обично велике банке од системског значаја јер би њихова пропаст отворила системску кризу или би је додатно продубила. Ако се тако не би поступало, друштвени трошкови пасивног односа према финансијским кризама били би изузетно високи. Од пропасти банака ризик би претрпела и привреда „због потенцијалног губитка способности да се позајмљује реалној економији“.<sup>56</sup>

Међутим, спашавање банака може бити извор моралног хазарда.<sup>57</sup> Управо зато што банке знају да ће добити помоћ централне банке у условима финансијске нестабилности, могу улазити у ризичније и шпекулативне послове. Из историје централног банкарства сазнајемо да спашавање банака крајем 19. и почетком 20. века није било праћено моралним хазардом једним делом због тога што није уопште постојала сигурност да ће банке бити спашене. Могло се врло лако десити да банка пропадне. С друге стране, да би нека банка могла да буде спашена требало је да има добру репутацију.<sup>58</sup> „Кандидат“ за спашавање није могла бити било која банка, већ само она која је уживала добар пословни углед.

*Bagehot* је сматрао да треба спашавати само неликвидне, а не и несолвентне банке. Наравно, оправдање за овакав његов став треба тражити у спречавању моралног хазарда. Глобална финансијска криза 2007/2008 скренула је пажњу да су захтеве за помоћ од централне банке много више упућивале слабо капитализоване банке него добро капитализоване банке, притом

---

<sup>56</sup> Исто, стр. 295.

<sup>57</sup> Labudović Stanković, J., *Independent Central Bank between Price and Financial Stability*, in: Golubović S., Dimitrijević, M. (eds.), *The Influence of the European Integration on the Development of Monetary Law*, Niš, 2023, p. 71.

<sup>58</sup> Goodhart, C., Schoenmaker, D., *нав. чланак*, стр. 542.

користећи врло ризична неквалитетна средства обезбеђења.<sup>59</sup> Такве банке су допринеле већем ширењу ризичне имовине у финансијском систему. Искуство показује да је у време финансијске кризе веома тешко разликовати неликвидну од несолвентне банке,<sup>60</sup> што намеће размишљање да можда и у таквом случају централна банка треба да интервенише у циљу спашавања несолвентне банке, нарочито велике банке чија пропаст може лако да се прелије на друге банке.<sup>61</sup> Управо та опасност да несолвентна банка која има системски значај у банкарском систему и привреди може да „зарази“ и остале банке и доведе до додатног распламсавања кризе, допринела је стварању начела „превише велика да би пропала“ (*too big to fail*) у САД.<sup>62</sup>

Системски значај једне банке не треба процењивати само са становишта величине банке, већ и са становишта других њених улога, односно специфичности, а нарочито треба узети у обзир међусобну повезаност банака, тј. структуру њених кредитних веза. Банка може бити и мала, али може имати кључну улогу на међубанкарском тржишту.<sup>63</sup> Могу је карактерисати тесне и сложене везе са другим банкама што треба сагледати приликом доношења одлуке да ли је спасити. Место које одређена банка заузима у тој структури кредитних веза изузетно је значајан елемент за процену колику ће штету изазвати пропаст такве банке.<sup>64</sup> Спрегом ова два елемента (величине банке или друге финансијске институције и међусобне повезаности), настала је категорија системски важна финансијска институција. То је појам који указује да је реч о системски важној институцији чија би пропаст изазвала велику штету по финансијски систем у целини и допринела настанку, односно продубљењу кризе.

Закључак да током кризе слабо капитализоване банке и оне које немају квалитетна средства обезбеђења предњаче у тражењу помоћи од централне банке у односу на банке које су добро капитализоване и имају веће резерве важи не само за кризна времена, већ и за стабилна и независно од монетарног режима.<sup>65</sup> Морални хазард је на неки начин цена помагања несолвентних банака и других финансијских институција и удаљавања од Баџетових правила.

---

<sup>59</sup> Drechsler, I., Drechsel, T., Marquez-Ibanez, D., Schnabl, P., *Who Borrows from the Lender of Last Resort?*, The Journal of Finance, Vol 71, No 5/2016, p. 1934.

<sup>60</sup> Утврдити да ли је банка несолвентна или неликвидна значило би проценити да ли би таква банка била солвентна у стабилним временима (Paradia, F., Välimäki, T., *нав. дело*, стр. 253).

<sup>61</sup> Bordo, M., *нав. чланак*, стр. 131.

<sup>62</sup> Зато је спашена банка *Bear Stearns* током кризе 2008. године. Под појам *too big to fail*, не подводе се само банке, већ и друге финансијске институције. Криза је допринела и да настане супротан појам – превише велики(а) да се спасе“ (*too big to save*).

<sup>63</sup> Ugolini, S., *нав. дело*, стр. 116.

<sup>64</sup> *Исто*.

<sup>65</sup> Fecht, F., Weber, P., *Who borrows from the Eurosystem's lender of last resort facility?*, Journal of Banking and Finance, 150/2023, p. 21.

Упркос прокламацији да се смањи морални хазард, помоћ ниско капитализованим банкама које послују ризичније и знају да ће им централна банка помоћи у критичним временима, говори да највише користи од зајмодавца у последњој инстанци имају управо банке склоне ризику и шпекулативним пословима. Такве банке постају субвенционисане и „награђене“ за ризичније пословање. Ризичније банке се подстичу на ризичније понашање тако увећавајући ризик у целом финансијском систему, а заправо би требало да буде обрнуто. Терет тог повећаног ризика носе порески обвезници.

Због све бројнијих и врло оштрих криза у 20. и 21. веку које се много брже шире него раније, централне банке су деловале не придржавајући се класичних Баџетових правила. Спашаване су не само банке, већ и друге финансијске институције,<sup>66</sup> не само неликвидне, већ и несолвентне. Финансијска тржишта су много развијенија и сложенија него у 19. веку. Међу финансијским тржиштима различитих земаља постоји већа повезаност него раније. Захваљујући глобализацији и либерализацији, кризе се лакше преносе. Криза 2007/2008 је била нарочито опасна. Користили су се сви расположиви инструменти да би се криза окончала. Било је много оних којима је помоћ била потребна, па је утисак да је улога централне банке као зајмодавца у последњој инстанци била значајнија него икада пре. Од 1970. до 2013. године евидентирано је преко стотину великих криза, што нам говори да постоји „глобална пандемија банкрота банака без преседана по учесталости и озбиљности“<sup>67</sup> и да су класична Баџетова правила за поступање зајмодавца у последњој инстанци еволуирала.

## 5. Закључак

Учестале и све опасније кризе од 70-их година 20. века указују на све већи значај улоге зајмодавца у последњој инстанци у обезбеђењу финансијске стабилности. Кризе су иманентне савременим привредама. Насупрот потреби да се поставе јасна правила за поступање у кризним временима, искуство показује да нема универзалног рецепта и да се често поступа *ad hoc*. Зато је *Hawtrey* био у праву када је рекао да је централно банкарство уметност, па тако и њена улога зајмодавца у последњој инстанци.

---

<sup>66</sup> На пример, спроведена је национализација једне од водећих компанија за осигурање *AIG* у САД-у јер је постојало уверење да је од стратешког значаја (Bordo, М., *нав. чланак*, стр. 132).

<sup>67</sup> Calomiris, С., Flandreau, М., Laeven, L., *нав. чланак*, стр. 60.

*Jasmina Labudović Stanković, Ph.D., Full-time Professor  
Faculty of Law, University in Kragujevac*

## **CENTRAL BANK AS LENDER OF LAST RESORT**

### ***Summary***

*Being the lender of last resort is one of the central bank's most important functions. In this paper, the author explains the origin, concept, importance of this function, as well as how the central bank acts as a lender of last resort, when it should act, ways of acting and what would happen if it did not perform this important function. As banks are subject to illiquidity, the paper pays attention to the concept of liquidity and explains the situations when banks become illiquid. The action of the central bank as a lender of last resort is socially beneficial because it stops the crisis, i.e. prevents its deepening and preserves, i.e. restores financial stability. Regardless of that, moral hazard can also occur, so this issue also found a place in this paper. Although it is desirable to have rules for handling crisis situations, it often happens that the severity of the crisis determines the way the central bank intervenes, and that there is no universal recipe for handling.*

**Key words:** *central bank, lender of last resort, financial crisis, Bagehot`s rules.*

### **Литература**

- Бабић, М., *Макроекономија*, Загреб, 2004.  
Бабић, М., Бабић, А., *Међународна економија*, Загреб, 2000.  
Bagehot, W., *Lombard Street: A Description of Money Market*. Westport, Connecticut: Hyperion Press, Inc., 1873 (reprint edition 1979).  
Bordo, M., *Rules for a lender of last resort: An historical perspective*, Journal of Economic Dynamics and Control, Vol 49, 2014.  
Goodhart, C., Schoenmaker, D., *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?*, Oxford Economic Papers, 47/1995.  
Grossman R. S., Rockoff H., *Fighting the Last War: Economists on the Lender of Last Resort*, in: Bordo, M. D., Eitrheim, Ø., Flandreau, M., Qvigstad J. F. (eds.), *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*, New York: Cambridge University Press, 2015. Доступно на: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w20832/w20832.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w20832/w20832.pdf)  
Davies, P., *Liquidity Safety Nets for Banks*, Journal of Corporate Law Studies, Vol 13, Issue 2/2013.

- De Grauwe P., *The European Central Bank as a Lender of Last Resort in the Government Bond Market*, CESifo Economic Studies, Vol. 59, No. 3/2013.
- Drechsler, I., Drechsel, T., Marqez-Ibanez, D., Schnabl, P., *Who Borrows from the Lender of Last Resort?*, The Journal of Finance, Vol 71, No 5, 2016.
- Живковић, А., Кожегинац, Г., *Монетарна економија*, Београд, 2009.
- Calomiris, C., Flandreau, M., Laeven, L., *Political foundations of the lender of last resort: A global historical narrative*, Journal of Financial Intermediation, 28/2016.
- Calomiris, C., Meltzer, A., *Rules for the Lender of Last Resort: Introduction* (editorial), Journal of Financial Intermediation, 28/2016.
- Campbell, A., Lastra, R., *Revisiting the Lender of Last Resort*, 2009. Доступно на: <https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/handle/123456789/2006>
- Kindleberger, C. P., Aliber, R., Z., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crashes*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2005.
- Labudović Stanković, J., *Independent Central Bank between Price and Financial Stability*, in: Golubović S., Dimitrijević, M. (eds.), *The Influence of the European Integration on the Development of Monetary Law*, Niš, 2023.
- Лабудовић Станковић, Ј., *Финансијска стабилност и нека од регулаторних решења ЕУ у циљу њеног очувања*, Зборник радова: XXI век – век услуга и Услужног права, књ. 14, Крагујевац, 2023.
- Lastra, R. M., *Emergency Liquidity Assistance and Systemic Risk*, in: Anand, A. (ed.) *Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press, 2016. Доступно на: <https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/handle/123456789/25412>
- Lastra, R.M., *Systemic Risk, SIFIs and financial stability*, Capital Market Law Journal, Vol. 6, No. 2/2011.
- Lastra, R., Wood, G., *The crisis 2007-09: Nature, Causes and Reactions*, Journal of International Economic Law, 13 (3)/2010.
- Милков, Д., *Управно право I – уводна и организациона питања*, Нови Сад, 2009.
- Minsky, H., *Stabilizing an Unstable Economy*, 1986.
- Papadia, F., Välimäki, T., *Central Banking in Turbulent Times*, Oxford, 2018.
- Станковић, Е, Владетић, С., *Римско право*, Крагујевац, 2020.
- Тацит, К., *Анали*, (превела Љ. Црепајац), БМГ, Београд, 2000.
- Ugolini, S., *The Evolution of Central Banking: Theory and History*, Toulouse, 2017.
- Фабрис, Н., *Централно банкарство у теорији и пракси*, Подгорица, 2006.
- Fecht, F., Weber, P., *Who borrows from the Eurosystem's lender of last resort facility?*, Journal of Banking and Finance, 150/2023.
- Hawtrey, R. G., *The Art of Central Banking*, Longmans, Green and Co., 1932, reprinted 1933.
- Herr, H., *The European Central Bank and US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, Panoeconomicus, 1/2014.