УНИВЕРЗИТЕТ СИНГИДУНУМ
БЕОГРАД

ДЕПАРТМАН ПОСЛЕДИПЛОМСКИХ СТУДИЈА

ДОКТОРСКА ДИСЕТАЦИЈА

Монетарна и девизна политика Европске централне банке

МЕНТОР
Проф. др Мирољуб Хаџић

КАНДИДАТ
мр Владимир Т. Младеновић

БЕОГРАД, 2013. година

Садржај

Скраћенице коришћене у раду 8
1. Увод 9
1.1. Дефинисање предмета истраживања 9
1.2. Научни и друштвени циљ 10
1.3. Хипотезе 11
1.4. Методе које ће се примењивати у истраживању 11
1.5. Очекивани допринос 12
1.6. Садржај рада 13
I глава 14
1. Европска унија 14
1.1. Историја 17
1.2. Статус 18
1.3. Правна основа 18
1.4. Државе чланице и проширење 19
1.5. Институције 21
1.6. Европски парламент 22
1.7. Европски савет 22
1.8.Савет Европске уније 23
1.9. Европска комисија 23
1.10. Европски суд 23
1.11. Европски финансијски суд 24
2. Финансијска тела Европске уније 25
2.1. Европска централна банка 25
2.2. Европска инвестициона банка 27
2.3. Европска банка за обнову и развој 29
II глава 31
1. Европска централна банка 31
1.1. Организација 32
1.2. Задаци Европске централне банке 32
1.3. Историја 33
1.4. Првих 10 година 34
1.5. Независност Европске централне банке 36
1.6. Транспарентност 36
1.7. Одговорност 37
III глава 38
1. Монетарна политика 38
1.1. Циљеви и задаци монетарне политике 39
1.2. Основни монетарни агрегати 44
1.3. Инструменти монетарно – кредитне политике 48
1.4. Нови приступ монетарном регулисању 51
1.5. Избор инструмената монетарног регулисања 53
1.6. Обавезне резерве банака као инструмент монетарне политике 54
1.6.1. Основне карактеристике и деловање обавезне резерве 54
1.6.2. Основица за обрачун обавезне резерве 56
1.6.3. Структура стопа обавезних резерви 57
1.6.4. Формирање каматних стопа на обавезне резерве 59
1.6.5. Равнотежна и просечна стопа обавезне резерве 61

1.7. Есконтна (дисконтна) стопа као инструмент монетарне политике.....62
1.7.1. Монетарна политика и есконтна стопа.....62
1.7.2. Основне поставке теорије дисконтне стопе централне банке.....65
1.7.2.1. Први део теорије дисконтне стопе.....66
1.7.2.2. Други део теорије дисконтне стопе.....68
1.7.3. Есконтна стопа или есконтна политика.....68
1.8. Операције на отвореном тржишту.....69
1.8.1. Механизам операција на отвореном тржишту.....73
1.9. Остали инструменти монетарне политике.....74
1.10. Субјекти монетарно - кредитне политике.....77
2. Инфлација.....79
2.1. Квантитативна теорија инфлације.....79
2.2. Теорија инфлације ефективне тражње.....79
2.3. Кензијанска теорија инфлације.....80
2.4. Теорија инфлације трошкова.....81
2.5. Теорија структурне инфлације.....82
2.6. Инфлаторни процес и инфлаторни механизам.....82
2.6.1. Трансмисиони механизам инфлација.....82
2.6.2. Хиперинфлација и валутна реформа.....82
2.7. Инфлација и индексација.....83
2.8. Инфлација, платни биланс и девизни курс.....84
2.8.1. Деловање инфлације на платни биланс.....84
2.8.2. Инфлација и девизни курс.....84
2.8.3. Девалвација националног новца.....85
2.8.4. Ревалвација националне валуте.....86
2.9. Стабилност цена као главни циљ монетарне политике.....86
2.9.1. Инфлација и монетарна политика.....86
2.9.2. Инфлација и принудна штедња.....86
IV Глава.....88
3. Девизна политика.....88
3.1. Девизни систем.....88
3.2. Појам девизног курса.....89
3.3. Врсте девизног курса.....90
3.4. Промене девизног курса.....92
3.5. Конвертибилност валуте.....93
3.6. Формирање девизног курса.....94
V Глава.....95
Анализа монетарне и девизне политике.....95
Европске централне банке у периоду 2004-2012.....95
Монетарна политика ЕЦБ у 2004. години.....95
1. Одлуке монетарне политике.....96
1.1. Монетарни, финансијски и економски развој.....99
1.2. Раст кредита монетарно финансијских институција.....101
1.3. Текуће стање.....102
1.4. Раст цена.....103
1.5. Инфлација.....104
1.6. Новчана маса.....105
1.7. Креирање новца.....106
1.8. Операције на отвореном тржишту.....107
1.9. Кооперација у кризним ситуацијама.....107

1.10. Интернационална питања 108
1.11. Сарадња са земљама изван ЕУ....109
1.12. Ширење ЕУ....110
1.12.1. Успешно припајање 10 нових земаља чланица....110
1.13.Тржиште рада....112
1.14. Односи са земљама кандидатима ЕУ 112
Монетарна политика ЕЦБ у 2005. години 114
2. Одлуке монетарне политике....115
2.1. Монетарни, финансијски и економски развој....119
2.2. Променљива природа снажне монетарне динамике....122
2.3. Раст кредита МФИ 124
2.4. Текуће стање....124
2.5. Раст цена....125
2.6. На инфлацију је углавном утицао раст цена енергената 125
2.7. Количина новца....127
2.7.1. Брзина оптицаја 127
2.7. 2. Креирање новца....128
2.8. Операције на отвореном тржишту....128
2.9. Одговарајући модел централног банкарства....129
2.10. Сарадња у кризним ситуацијама....129
2.11. Интернационална питања 130
2.12. Сарадња са земљама изван ЕУ....131
Монетарна политика ЕЦБ у 2006. години 134
3. Одлуке монетарне политике....135
3.1. Детаљнији опис одлука монетарне политике....137
3.2. Монетарни, финансијски и економски развој....141
3.3. Развој главних компоненти М3 143
3.4. Утицај других финансијских посредника на монетару политику....145
3.5. Раст МФИ кредита 145
3.6. Текуће стање....146
3.7. Развој цена и трошкова 147
3.8. На инфлацију значајно је утицао раст енергетских цена....148
3.8.1. Дугорочна инфлациона очекивања евро области 149
3.9. Новчана циркулација 150
3.9.1. Креирање новца....150
3.9.2. Друга серија ЕВРО новчаница....151
3.10. Операције на отвореном тржишту....152
3.11. Припреме за ширење ЕУ....152
3.12. Сарадња у финансијским кризним ситуацијама 153
3.13. Интернационална питања 153
3.14. Сарадња са земљама изван ЕУ....155
Монетарна политика ЕЦБ у 2007. години 157
4. Одлуке монетарне политике....158
4.1. Корекције монетарне политике 161
4.2. Без промена кључних каматних стопа у другој половини 2007. год. 163
4.3. Монетарни, финансијски и економски развој....166
4.3.1. Компоненте М3 166
4.4. Раст цена и трошкова 168
4.5. На инфлацију су утицали раст енергетских цена и цена хране....169
4.6. Трошкови зарада 171

4.7. Новчана маса 172
4.7.1. Креирање новца 173
4.8. Мапа за веће уједињавање кеш сервиса НЦБ 174
4.9. Друга серија ЕВРО новчаница 175
4.10. Аранжмани финансијске стабилности 175
4.11. Интернационална питања 176
4.12. Сарадња са земљама изван ЕУ 177
Монетарна политика ЕЦБ у 2008. години 180
5. Одлуке монетарне политике 181
5.1. Инфлациони притисци довели су до повећања кључних каматних стопа ЕЦБ 184
5.2. Ослабљени инфлациони притисци довели су до релаксације монетарне политике 186
5.3. Монетарни, финансијски и економски развој 189
5.3.1. Интензивирање финансијских тензија 190
5.3.2. Развој компоненти М3 191
5.3.3. Раст цена и трошкова 192
5.4. На инфлацију су значајно утицали раст цена хране и енергије 193
5.4.1. Раст произвођачких цена 195
5.5. Трошкови зарада 195
5.6. Успоравање раста цена некретенина 197
5.7. Раст инфлационих перцепција и очекивања 197
5.8. Новчана маса 198
5.8.1. Циркулација новца 198
5.8.2. Креирање новца 199
5.9. Операције на отвореном тржишту 200
5.9.1. Аранжмани финансијске стабилности 201
Монетарна политика ЕЦБ у 2009. години 203
6. Одлуке монетарне политике 208
6.1. Повећана кредитна подршка у време финансијске кризе 209
6.2. Смањења камате и продужење повећане кредитне подршке током економске кризе 212
6.3. Актуелна монетарна политика усред постепеног економског опоравка 214
6.4. Операције монетарне политике 218
6.4.1. Девизне операције и инвестиционе активности 218
6.5. Потребе ликвидности банкарског система 219
6.6. Систем минималних резерви 220
6.7. Операције на отвореном тржишту 220
6.8. Постојеће олакшице 222
6.9. Прихватљива средства за операције монетарне политике 223
6.10. Девизне операције и операције са другим централним банкама 225
6.11. Програм куповине покривених обвезница 226
6.12. Управљање девизним резервама 227
6.13. Управљање сопственим средствима 228
6.14. Новчана маса 228
Монетарна политика ЕЦБ у 2010. години 230
7. Одлуке монетарне политике 234
7.1. Нестандардне мере у 2010. год. 236
7.2. Постепени економски опоравак и престанак неких нестандардних мера 240

7.3. Криза на појединим суверeним тржиштима обвезница од маја 2010. године 241
7.4. Операције монетарне политике, девизне операције и инвестиционе активности 244
7.4.1. Операције на отвореном тржишту 244
7.4.2. Потребе ликвидности банкарског система 246
7.4.3. Систем минималних резерви 247
7.4.4. Операције отвореног тржишта 248
7.5. Постојеће олакшице 250
7.6. Прихватљива средства за операције монетарне политике 250
7.7. Питања управљања ризицима 252
7.8. Девизно пословање и операције са другим централним банкама 254
7.9. Програм тржишта хартија од вредности 255
7.10. Програм куповине покривених обвезница 256
7.11. Инвестиционе активности 256
7.12. Управљање девизним резервама 257
7.13. Новчана маса 258
Монетарна политика ЕЦБ у 2011. години 260
8. Одлуке монетарне политике 265
8.1. Нестандарне мере у 2011. год. 266
8.2. Растући инфлациони притисци у првој половини године 269
8.3. Интензивирање дужничке кризе 272
8.4. Операције монетарне политике 273
8.5. Операције на отвореном тржишту 274
8.6. Програм сигурности тржишта 275
8.7. Други програм куповине покривених обвезница 276
8.8. Фино подешене операције 277
8.9. Сталне олакшице 277
8.10. Систем минималних резерви 278
8.11. Расположива средства за кредитне операције 278
8.12. Питања менаџмента ризика у вези са кредитним операцијама 280
8.13. Девизне операције и операције са осталим централним банкама 282
8.14. Управљање девизним резервама 283
8.15. Новчана маса 284
Монетарна политика ЕЦБ у 2012. години 286
9. Одлуке монетарне политике 287
9.1. Наставак борбе за сачување Евра 291
1. Основне карактеристике монетарно-кредитне и девизне политике Европске централне банке 2004-2012. 292
1.1. Монетарни агрегат М3 292
1.2. Инфлација 295
1.3. Каматне стопе 297
1.4. Бруто домаћи производ БДП 299
Закључак 301
Литература 311

Апстракт

Кроз рад је анализирана успешност вођења монетарне политике ЕЦБ, које је веома сложено а које је од пресудног значаја за њено оправдање постојаности. Пре свега, борба ЕЦБ да издржи налете светске економске кризе и да сачува стабилност евра. Задатак ЕЦБ је да инфлација буде испод 2%, кроз рад је приказано да је ЕЦБ успевала да инфлацију држи у жељеном оквиру у дужем временском периоду, сем релативно краткотрајих одступања. Вођењем адекватне монетарне политике ЕЦБ је успешно остваривала циљеве у анализираном периоду, што је доказано кроз резултате кретања инфлације, монетарног агрегата М3, висине каматних стопи итд.

Кључне речи: монетарна политика, Европска централна банка, инфлација, каматне стопе, евро.

Abstract

The paper analyzes the success of managing ECB monetary policy, which is very complex, but crucial for the justification of its existence; first of all, ECB struggling to keep up with the global crisis and to maintain the stability of the euro. The task of ECB is for inflation to be below 2%. This paper shows that ECB has managed to keep inflation within the needed limits for a longer period of time, except for relatively short-term exceptions. By managing an adequate monetary policy, ECB successfully accomplished its goals in the analized period, which is proved through the inflation trend results, monetary agreagate M3, the level of inerest rates etc.

Key words: monetary policy, European central bank, inflation, interest rates, euro.

Скраћенице коришћене у раду:

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМУ – Европска и монетарна унија

ЕСЦБ – Европски систем централних банака

ЕУ – Европска унија

ГДП – укупан домаћи производ

ХИЦП – хармонизовани индекс потрошачких цена

МФИ – Монетарно финансијска инситуција

ЕЕЗ – Европска економска заједница

ЕЗ – Европска заједница

ГДП – БДП - Бруто домаћи производ

НАЦ – Национални центар за анализу

РТГС – Обрачун у реалном времену по бруто систему

НЦБ – Народна централна банка

ЦБЦДГ – Група централних банака за одбрану од фалсификовања

ИЦДЦ – Интернационални центар за одбрану од фалсификовања

ФСФ – форум финансијске стабилности

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХОВ – Хартије од вредности

ММФ – Међународни монетарни фонд

ЕМИ – Европски монетарни институт

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМС – Европски монетарни систем

ЕПУ – Европска платна унија

1. Увод

1.1. Дефинисање предмета истраживања

Тема докторске дисертације "Монетарна и девизна политика Европске централне банке" нам намеће да кроз рад прикажемо шта се подразумева под централном банком и како она функционише? Централна банка је најчешће државна институција која надгледа банкарски систем и која је одговорна за количину новца и кредита који постоје у (националној) економији као целини. Централна банка је банка банака и банка државе. Њој припада водеће место у банкарским системима свих земаља света. Основни задатак централне банке као специфичне државне институције је одржавање монетарне стабилности.

Главни задатак централне банке је регулисање монетарне политике. Кроз рад ће се размотрити монетарна и девизна политка, монетарна и девизна политика уопштено и посебно монетарна и девизна политика ЕЦБ (Европске централне банке).

1. Реч је о теми која проучава место и улогу централне банке у савременом финансијском систему, која је у савременим токовима пословања у финансијском сектору умногоме измењена, усложена у односу на раније, а од нарочитог значаје је јачање самосталности у одлучивању централне банке о монетарној и кредитној политици и њиховом спровођењу.

2. Тема се односи на функционисање и организацију Европске централне банке, што има значаја са становишта могућности унапређења функционисања централне банке, која је по први пут настала на основу креирања монетарне уније развијених земаља Европске уније и која је у релативно кратком периоду функционисања постала пример самосталне и успешне централне банке.

3. Од посебне важности је испитивање процеса креирања и спровођења монетарне и кредитне политике, које је веома сложено, а са становишта вођења макроекономске политике и одрживе стабилности у будућности од централног значаја. Ту су у првом плану питања односа монетарне политике и других макроекономаких политика, њиховог праћења и међуусловљености, као и питање инструмената које Европска централна банка користи.

4. Посебан практичан значај за нашу земљу, која тежи прикључивању европским интеграцијама, укључујући и прикључење Еропској монетарној унији, је анализа услова које мора испунити земља да би се могла успешно прикључити оваквим интеграционим процесима и условима који би били неоходни да то прикључење буде успешно и на добробит привреде и становишта наше земље.

1.2. Научни и друштвени циљ

Научни циљ докторске дисертације је да се на основу досадашњег функционисања Европске централне банке анализира степен успешности спровођења монетарне и девизне политике, укаже на предности и недостатке спровођења монетарне политике ЕЦБ, првенствено са становишта постизања циља - стабилности валуте, као и привредних токова у земљама чланицама Европске монетарне уније.

Од нарочитог значаја је проучавање монетарне и девизне политике ЕЦБ у периоду светске економске кризе, нарочито имајући у виду да криза још увек није превазиђена и да о томе још увек нема детаљнијих анализа и закључака.

Друштвени циљ докторске дисертације би био усмерен на проучавање, још увек недовољно истраженог феномена монетарне уније велике групе развијених земаља, што је експеримент незабележен у економској историји, анализу предности и недостатака функционисања наднационалне монетарне политике, нарочито у условима глобалне економске кризе, што би могло послужити другим економским аналитичарима у будућности, као и креаторима домаће економске политике у фази настојања да се Србија придружи европским интеграционим токовима.

1.3. Хипотезе

Хипотектички оквир истраживања полази од следеће генералне хипотезе:

- успешност Европске централне банке у дефинисању и спровођењу монетарне политике од одлучујућег је значаја за успостављање стабилности евра, тј., заједничке валуте Европске монетарне уније.

Да би се дошло до оцене валидности генералне хипотезе, тј., до резултата успешности Европске централне банке у дефинисању и спровођењу монетарне политике, потребно је кроз дисертацију разрадити изведене хипотезе, тј:

- инфлација - Европска централна банка се мерама које примењује, бори да јој инфлација буде до 2%;

- укупна ликвидна средства - монетарни агрегат М3 - редовно праћење кретања компоненти у агрегату М3 омогућавају најефиканије управљање новчаном масом од стране ЕЦБ;

- каматне стопе - регулисањем висине референтних каматних стопа Европска централна банка држи инфлацију у жељеном оквиру.

1.4. Методе које ће се примењивати у истраживању

У истраживању монетарне и девизне политике Европске централне банке примењиваће се следеће методе:

- Аналитичке основне методе које захтевају примену: метода анализе, метода апстракције, метода специјализације и метода дедукције;

- Синтетичке основне методе које захтевају примену: синтеза, конкретизација, генерализација и индукација;

- Општенаучне методе захтевају примену: хипотетичко-дедуктивног метода, аналитичко-дедуктивне, корпоративне, статистичке и методе моделовања.

У истраживању ће се примењивати аналитичке методе, тј., метод анализе - на основу прикупљених података резултата монетарне и девизне политике од 2004. год. до 2012. год. оцениће се успешност пословања ЕЦБ. Затим метод апстракције - на

основу прикупљених података издвојиће се и анализирати успешност монетарне и девизне политике ЕЦБ. Следећа метода која је примењена у дисертацији је метод специјализације, на основу кретања инфлације и монетарних агрегата анализира се условљеност кретања инфлације управљањем монетраним агрегатима и самим тим се оцењује успешност вођења монетарне и девизне политике. Коришћена је и метода дедукције - задатак ЕЦБ је да држи инфлацију испод 2%, што је кроз резултате анализирано у дисертацији. Поред аналитичких метода, у докторској дисертацији коришћене су и синтетичке методе, на основу потеза, тј., мера, тј., докапитализација банака, снижавање каматних стопа, повећање осигураних депозита итд., које је уводила ЕЦБ долази се до оцене успешности вођења монетарне и девизне политике. Метод индукације је примењен тако што је урађен приказ сваке године појединачно да би се дошло до скупног резултата, тј., решења до којих је долазила ЕЦБ.

Применом ових метода, како говоре досадашњи резултати истраживања, могуће је валидно остварење научног и друштвеног циља истраживања. Приступ истраживању је интегративан, синтетички у том смислу што се ниједном методолошком поступку не даје искључива предност, него су подједнако заступљени, односно онолико колико се има потреба и осећај за применом било које од наведених метода.

У прикупљању података примењиваће се: испитивање и методе анализе садржаја докумената.

Анализе ће бити остварене на два нивоа:

- На нивоу изворних података Европске централне банке,

- На основу секундарне анализе резултата ранијих истраживања и адекватне литературе.

1.5. Очекивани допринос

Очекивани допринос: Од овог рада очекујемо се да се на основу добијених закључака испуне циљеви изнети на почетку рада. Наиме, допринос би се састојао у продубљивању сазнања о феномену функционисања монетарне уније и ефикасности спровођења монетарне политике у таквим условима, улози централне банке у вођењу

монетарне политике у сложеним условима монетарне уније, а специфично у условима глобалне економске кризе. Реч је о релативно новом феномену, који још увек није довољно истражен и још увек изазива опречна мишљења и очекивања.

1.6. Садржај рада

У овом раду у првој глави указаће се на ЕУ (Европску унију), без које и не би било Европске централне банке. То ћемо размотрити кроз подглавља о историјату, статусу, државама чланица, европској комисији, суду итд. У другом делу размотриће се Финансијска тела Европске уније под која спадају: Европска централна банка, Инвестициона банка, као и Европска банка за обнову и развој.

У другој глави представља се Европска централна банка, кроз њену организацију, историју, земље чланице итд.

Трећа глава је посвећена утврђивању и спровођењу монетарне политике и девизне политике. Трећа глава, размотриће се кроз делове о монетарно кредитној политици, затим о монетарним агрегатима, кроз инструменте и субјекте монетарне политике, девизној политици кроз девизни систем, врсте девизног курса, формирање девизног курса.

Назив главе четири сам по себи говори о њеном садржају, Анализа монетарне и девизне политике Европске централне банке. Анализа је спроведена од 2004. год. до 2012. год.

I глава

1. Европска унија

Римским уговором закљученим 25. марта 1957. год. основана је ЕЕЗ (Европска економска заједница) (ЕЕЗ) коју су сачињавале блиске суседне земље. Уговор је ступио на снагу 1. јануара 1958. год. Чланице овог заједничког тржишта постале су земље раније царинске уније: БЕНЕЛУКС, тј., Белгија, Холандија и Луксембург, те Фрацуска, Италија и СР Немачка. У ЕЕЗ елиминасање унутрашњих царина и успостављање заједничке царинске тарифе завршено је 1. јула 1968. год. и то пре одређеног прелазног периода, а квантитативна ограничења су укинута 1. јула 1961. год. Изузеци су једнино били код тзв. "осетљивих производа" (алуминијум, цинк, олово, памучни текстил, пољопривреда и друго) чији је рок укидања царина био нешто дужи.

Заједница је споразумом потписаним у Бриселу 22. јануара 1972. год. проширена уласком Велике Британије, Данске и Ирске. У Заједницу се, затим, укључују: Грчка 1979. год., Шпанија и Португалија 1986. год., Аустрија, Шведска и Финска 1995. год. Почетком 2003. год. донета је одлука да се ЕУ прошири за 10 нових земаља и то 1.05.2004. год., а то су: Пољска, Чешка, Словачка, Мађарска, Литванија, Естонија, Летонија, Словенија, Малта и Кипар. Европска унија од 1. маја 2004. год. броји 25 земаља чланица. Представља, до сада најачу и најорганизованију интеграцију у светској привреди, чак, са неким елементима јединствене државе.

Године 1992. седмог фебруара у Мастрихту је потписан Уговор о Европској унији (ЕУ) и то је последњи назив ове заједнице. Мастрихски уговор усвојен је 7. фебруара 1992. год., а ступио је на снагу 1. новембра 1993. год. Он саджи:

- промену имена у ЕУ;
- три нове надлежности ЕУ (спољна политика, безбедносна политика и судство) који су придодати ранијој ЕЗ (Европска заједница);
- увођење држављанства ЕУ;
- увођење евра као јединствене валуте;
- снажење улоге Парламента;

- повећање броја питања о којима се гласа ¾ већином;
- успостављање одбрамбене политике Заједнице;
- стварање кохезионог Фонда; и
- увођење устава ЕУ и супсидијарности аката, као уставног принципа. [1]

Стратегија Мастрихтског споразума за кретање према монетарној унији је била заснована на два принципа. Прво, транзиција према монетарној унији у Европи се сагледавала као постепен процес који ће се проширивати током дужег периода. Друго, улазак у унију је био условљен задовољавањем критеријумима конгвенције.[2]

[1] Унковић М., Међународна економија, Универзитет Сингидунум, Београд, 2010., стр 273

[2] Grauwe P., Economics of monetary union, Oxford, New York, 2005., str 142

Слика 1, Евро-папирне новчанице



[3]

[3] http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/html/index.en.html

1.1. Историја

После Другог светског рата, политичари у неколико земаља у Европи били су уверени да је једини начин да се спречи још један рат у Европи био је да уједнити те земље економски и политички.

1950. год. француски министар спољних послова Роберт Шуман предложио је интегрисање индустрије угља и челика у Западној Европи.

1951. год. шест земаља: Белгија, Француска, Италија, Луксембург, Холандија и Западна Немачка су постале чланице Европске Заједнице за угаљ и челик.

1957. год. Уговори су потписани у Риму о стварању Европске заједнице за атомску енергију.

1967. год. формиране су Европска комисија, Савет министара и Европски парламент.

1973. год. Данска, Ирска и Велика Британија приступају Европској екоомској заједници.

1979. год. настаје Евроспки монетарни систем.

1981. год. Грчка приступа Евроској заједници.

1986. год. Европској заједници приступају Шпанија и Португалија.

1988. год. предлажу се три фазе процеса транзиције.

1989. год. почињу преговору о Мастрихском уговору.

1992. год. Мастрихски уговор потписан.

1993. год. Мастрихски уговор ступа на снагу 1. новембра.

1995. год. Аустрија, Финска и Шведска приступају Евроској унији.

1990-99. год. Евроска унија спроводи три фазе.

2002. год. уводи се Евро у 12 земаља чланица Европске уније.

2004. год. 1. маја, Кипар, Чешка, Естонија, Мађарска, Летонија, Литванија, Малта, Пољска, Словачка и Словенија приступају Европској унији.

2007. год. 1. јануара придружују се Европској унији Бугарска и Румунија.

2009. год., тачније 1. децембра Лисабонски уговор ступа на снагу.

Три нова европска финансијска надзорна органа почину са радом да би се обезбедела финансијска стабилност и да се побољша надзорни оквир Европске уније.[4]

1.2. Статус

Европска унија је најмоћнија регионална организација која постоји у свету. У појединим областима где су државе чланице свој суверинитет препустиле Европској унији, може се рећи да је Европска унија федерација или конфедерација. Унија нема право премештања додатних овлашћења других чланица на себе без допуштења одређене чланице. Одређени број чланица руководи самостално својим политикама од националног интереса, као што су иностране послови, одбрана, валута. Може се закључити да се Европска унија не може дефинисати ни као интернационална организација ни као конфедерација или федерација. Могло би се рећи да је sui generis целина. Тренутни и будући статус Европске уније је предмет велике политичке пажње унутар појединих чланица ЕУ.

1.3. Правна основа

Правна основа Европске уније су уговори између њених чланица. Они су доношени током година. Први такав уговор је Уговор из Париза (1951. год.) којим је оформљена Европска заједница за угаљ и челик између шест европских земаља. Овај уговор је истекао пре доношења доцнијих уговора. Са друге стране, Римски уговор (1957. год.) и даље траје, после њега је донесен Мастрихтски уговор (1992. год.), који је Европску унију конституисао под тим именом. Највише амандмана на Римски уговор се тицало приступа 10 нових чланица 1. маја 2004. год. Чланице ЕУ су се недавно договориле око текста Европског Устава који ће, ако се ратификује од

[4] http://www.ecb.int/ecb/history/ec/html/index.en.html

стране чланица, постати први званични устав ЕЗ замењујући све дотадашње уговоре. Ако Устав не прође приликом ратификације свих чланица, онда би можда било неопходно поново отворити преговоре у вези његовог доношења. Већина политичара и државних званичника се слажу око тога да је садашњи пред-устав неодговарајућ за тренутних 25 држава чланица (као и за будуће). Старији политичари (нарочито у Француској) имају став да ако устав не ратификује неколико чланица треба „наставити без њих“.[5]

1.4. Државе чланице и проширење

Од 1. јануара 2007. год. Европска унија има 27 земаља чланица. Укупна површина тих 27 земаља је 3.892.685 км². Да је јединствена земља, била би седма по реду држава у свету по површини. Број грађана ЕУ (под условима Мастрихтског споразума) у 27 земаља је отприлике 485,5 милиона (2007. год.). Била би дакле трећа по реду после Кине и Индије, да се ради о правој држави.

У периоду од 1952/1958. год. шест оснивачких земаља ЕУ биле су: Белгија, Француска, Западна Немачка, Италија, Луксембург и Холандија. Двадесет једна будућа земља су им се придружиле у "таласим апроширења" и то:

- 1973. год. Данска, Република Ирска и Велика Британија,
- 1981. год. Грчка,
- 1986. год. Португал и Шпанија,
- 1995. год. Аустрија, Финска и Шведска,
- 2004. год. Кипар, Чешћа Република, Естонија, Мађарска, Литванија, Малта, Пољска, Словачка и Словенија,
- 2007. год. Румунија и Бугарска.

Напомене:

- Гренланд, који је саставни део Данске је на референдуму (1979. год.) напустио све европске институције 1985. год.

[5] http://www.entereurope.hr/page.aspx?pageID=14

- 1990. год. територија и становништво Европске Заједнице су увећани када се Источна Немачка поново ујединила са Западном Немачком.

Слика бр. 2 Земље чланице



[6]

Прво проширење било је најпроблематичније од свих, када су у тадашњу Европску заједницу требало бити примљене Велика Британија, Данска и Ирска. Велика Британија је за пријем аплицирала још 1961. год., али на пријем је морала чекати до 1973. год. Разлог за то представљало је противљење француског председника Де Гола пријему Велике Британије због страха да ће пријемом ове земље која је одржавала веома блиске везе са САД, САД имати утицаја на обликовање Европску унију. Остале земље чланице се нису у тој мери одупирале пријему Велике Британије те су сматрале да ће њеним уласком у Европску унију ослабити доминантан утицај Француске. Но, ни Французи нису довека могли заустављати проширење, па је тако у Хагу Де Голов наследник Помпиду 1969. год.

[6] http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_002.en.html

гласао за наставак преговора о проширењу. Иначе, ни Велика Британија ни Данска нису ЕЗ видели као политичку интеграцију него искључиво као економску у којој ће профитирати, а питање ограничења националних суверенитета се није постављало.

Турска и Македонија су званични кандидати. Европска унија са Хрватском и Турском преговара од 2005. год., а Хрватска ће бити примљена у Унију 1. јула 2013. год. Македонија још чека званични почетак преговора.

Државе, као што су нпр. Норвешка и Швајцарска не желе приступити ЕУ. Норвешка то не жели учинити, јер је народним референдумом одбачено њено прикључење, понајвише због евроскептицизма, док нпр. швајцарски разлози леже у традицији те државе која је вековима чувала неутралност. Норвешка и Швајцарска имају посебне билатералне споразуме са ЕУ, што им омогућава бесцаринску зону, те на тај начин њихова изолованост од ЕУ не представља проблеме са економског аспекта.[7]

1.5. Институције

Европска унија има неколико институција:

• Европски парламент (785 чланова)

• Савет Европске уније (или "Савет министара") (27 чланова)

• Европски савет

• Европска комисија (27 чланова)

• Европски суд (15 судија)

• Европски финансијски суд (27 чланова)

Постоји неколико финансијских тела:

• Европска централна банка (који заједно са националним (народним) банкама чини Европски систем централних банака)

• Европска инвестициона банка (укључујући Европски инвестициони фонд)

Постоји још много тела задужених за спровођење објективне политике и правде. То су тзв. Агенције Европске уније.

Поред тога, постоје и саветодавна тела, међу којима је:

• Одбор регија.

[7] http://www.mojaevropa.rs/o-evropskoj-uniji

1.6. Европски парламент

Европски парламент представља велики део законодавста Европске уније. 736 европских посланика директно бирају држављани ЕУ сваких пет година. Иако се посланици бирају по државном решењу, они се организују по политичким групама, а не по држављанству. Свака држава чланица има одређени број посланика, а они се у неким случајевима бирају по националним изборним јединицама. Парламент и Савет Европске уније заједно усвајају законе у скоро свим областима под редовним законодавним процедурама. Ово се такође односи и на буџет Европске уније. Европска комисија одговара Европском парламенту, потребна јој је његово одобрење за именовање и мора да подноси извештаје Парламенту. Председник Европског парламента представља Парламент. Председника и потпредседника Парламента бирају посланици сваке две и по године.

1.7. Европски савет

Европски савет је политичко вођство Европске уније и он се обично састаје четири пута годишње. Он у свом саставу има једног представника по држави, шеф државе или шеф владе, уз председника Европског савета као и председника Европске комисије. Представницима држава чланица, помоћ стиже од њених министара иностраних послова. Европски савет се труди да користећи своју водећу улогу реши спорове између држава чланица и институција Европске уније и да реше политичке кризе и неслагања због контроверзних питања и политика. Европски савет није исто што и Савет Европе, међународном организацијом независном од Европске уније. 19. новембра 2009. год. Херман ван Ромпуј је изабран за првог председника Европског савета, такође је Кетрин Ештон изабрана за високог представника уније за спољну и безбедносну политику. Они су ступили на дужност 1. децембра 2009. год.

1.8.Савет Европске уније

Савет Европске уније или како га још зову Савет министара чини другу половину законодавства Европске уније. Чине га министри из сваке државе чланице и у зависности од проблема којим се баве, састају се у другачијем саставу. И поред различитог састава, оно се сматра једним телом. Поред законодавне улоге, Савет Европске уније има и извршне функције по питању заједничке спољне и безбедносне политике.

1.9. Европска комисија

Европска комисија је извршно тело и одговорна је за законске иницијативе и свакодневно управљање Европско унијом. Састав Европске комисије тренутно је: 27 европских комесара за различита поља деловања, и по један из сваке државе. Европски савет предлаже председника и чланове Европске комисије. Одобравање именовања председника и чланова комисије мора да одобри Европски парламент.

1.10. Европски суд

Европски суд је задужен за тумачење одредби оснивачких уговора и поред тога он и решава спорове по тужбама држава чланица и грађана чија су права повређена неком од одлука тела Уније. Европски суд има и општу одговорност за тумачење одредби права Европске уније и обезбеђивању њихове сталне и једнаке примене. Он омогућава истовремено тумачење закона Заједнице на њеној територији путем сарадње са националним и општинским судовима кроз претходни поступак за тумачење права Заједнице.

На конференцији одржаној 23. јула 1952. год. одлучено је да седиште суда буде у Луксембургу, где се Суд и данас налази.

Састоји се од по једног судије из сваке државе чланице (дакле 27) и осам правобранитеља од којих је пет увек из Француске, Немачке, Велике Британије, Италије и Шпаније, док се преостала три ротирају по абецедном реду. Именују их државе чланице углавном из редова истакнутих и искусних правника, а мандат им је шест година. Веће Европске уније може тражити да се број правобранитеља повећа. Председник се бира на период од три године, али може бити поново изабран.

Суд заседа или у пленуму свих судија или у мањим групама судија односно судским већима које одлучују о појединим врстама предмета.

Због преоптерећености Суда правде ЕЗ-а 1988. год. основан је Првостепени суд Европских заједница. Све до Уговора из Нице 2001. год., овај је Суд деловао као придружено тело Суда правде, а не као засебан суд.

1.11. Европски финансијски суд

Основни задатак Европског финансијског суда је независна контрола прикупљања и трошења средстава Европске уније, поред тога он и оцењује начин на који европске институције обављају те фунције. Ту спада и оцењивање исправности евидентирања финансијских операција, законитости и правилности њиховог спровођења и управљања како би се осигурала ефикасност, делотворност и економичност. Поред наведеног, задатак је и објављивање тих резултата кроз публикације. Европски финансијски суд је једна од институција која доноси највећи допринос у побољшању финансијског управљања средствима уније на свим нивоима, како би осигурали максималну вредност новца.

2. Финансијска тела Европске уније

2.1. Европска централна банка

Европска централна банка формира и имплементира Европску монетарну политику. Поред наведеног она и управља операцијама међународне размене и омогућује несметан рад платних система. Основана је 30. јуна 1998. год. и наследила је Европски монетарни институт. Од 01. јануара 1999. год. преузела је све надлежности за примену европске монетарне политике која је одређена од стране Европског система централних банака.

Монетарна контрареволуција и немачка стратегијска позиција воде креацији ЕЦБ са јаким мандатом за стабилност цена и слабом одговорношћу за стабилизацијом оутпута и флуктуације у запослености.[8]

Главни органи Европске централне банке су:

- Извршни одбор *(6 чланова)*.

Задужен је за свакодневне послове ЕЦБ. Чланови се бирају споразумно од председника влада држава чланица еврозоне, они се бирају једнократно на осам година.

- Управни Савет *(Чланови Извршног одбора и гувернери централних банака еврозоне; 6+13=19 чланова)*

Управни Савет је најважнији орган ЕЦБ. Најважнији орган одлуке доноси једноставном већином гласова чланова. ЕЦБ је задужена да управља количином новца у оптицају, спроводи мењачке послове, надзире и управља девизним резервама држава чланица и промовише несметано деловање платног промета на територији ЕУ.

- Генерални Савет *(Председник и потпредседник ЕСВ и гувернери свих земаља чланица Европске уније, 2+27= 29 чланова)*

Генерални Савет је саветодавно тело, он координира послове и припрема будућа проширења еврозоне.

[8] Grauwe P., Economics of monetary union, Oxford, New York, 2005., str 168

Циљ ЕЦБ је одржавање платне моћи и инфлација мања од 2% у еврозони. ЕЦБ контролише понуду новца на тржишту као и статистике цена трговачких производа и услуга преко којих оцењује стање монетарне стабилности. Она одређује камате у еврозони. Правило Евросистема је да ни ЕЦБ нити националне централне банке у еврозони не дозвољавају никаква политичка мешања у монетарну политику. Евросистем чине мрежа националних централних банака и ЕЦБ. Седиште ЕЦБ налази се у Франфукту. Први председник ЕЦБ је био Вим Дујзенберг из Холандије.

Слика бр. 3 Организациона структура ЕЦБ



[9]

[9] http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_002.en.html

2.2. Европска инвестициона банка

Европска инвестициона банка, са седиштем у Луксембургу, је основана Римским уговором из 1957. год., као аутономна институција за подршку економских политика Европске Уније, са циљем да финансира инвестиције усмерене у правцу јачања интеграционих токова у Европи. Активност Европске инвестиционе банке усмерена је ка решавању проблема финансирања у вези са стварањем заједничког тржишта и заједничког развоја земаља Европске економске заједнице. У 2000. год. донета је одлука о формирању Европског инвестиционог фонда, који са ЕИБ (Европска инвестициона банка) сачињава ЕИБ групу. Пошто средства за пласмане фундира на основу позајмица на тржишту капитала радије него на основу Буџета Европске уније, банка ужива независност у доношењу одлука у односу на структуру Европске уније. Акционари Европске инвестиционе банке су 25 земаља чланица Европске уније. Учешће сваке појединачне земље је израчунато на основу њене економске снаге у оквиру Европске уније. Укупни капитал Европске инвестиционе банке достиже 164 милијарди евра. Управљачку структуру Евроспке инвестиционе банке сачињавају: Борд гувернера, Борд директора, Менаџмент комитет и Ревизорски комитет. Борд гувернера се састоји од министара земаља чланица, обично Министара финансија. Он утврђује политику кредитирања, потврђује годишње билансе, одлучује о кредитирању ван Европске уније и о повећању капитала. Бира чланове Борда директора. Борд директора има ингеренције у доношењу одлука о кредитима, гаранцијама и позајмицама. Сачињава га 26 директора, представника земаља плус председник Европске уније. Организационе јединице Европске иневестиционе банке су директори и одељења: Генерални секретаријат, Одељење за кредитирање, Директорат финансија, Директорат за пројекте, Директорат за управљање ризиком, Кадровско одељење, Генерални инспекторат и Саветнички комитет. Европска инвестициона банка има задатак да доприноси уравнотеженом и складном развоју заједничког тржишта у интересу Заједнице Европске уније. Користећи се при том средствима за тржишта капитала и својим сопственим средствима. Она одобрава зајмове и даје гаранције на непрофитној основи свим секторима привреде. Европска инвестициона банка олакшава мобилизацију капитала унутар Европске уније и омогућава прилив капитала изван Европске уније. Она финансира пројекте који се односе на мање

развијена подручја и пројекте за модернизацију земаља чланица. У том смислу присутни су следећи пројекти:

- програми развоја мање развијених региона,
- пројекти унапређења саобраћајне и телекомуникационе инфраструктуре,
- пројекти заштите животне средине и унапређења квалитета живота,
- пројекти у области енергетике,
- подршка активности малих и средњих предузећа,
- пројекти за осавремењавање или реконструкцију предузећа или покретање нових делатности проузрокованих постепеним успостављањем заједничког тржишта, који по својој ширини или по природи не могу у потпуности бити покривени разним облицима финансирања доступним на нивоу држава чланица,
- пројекти од заједничког интереса за више држава чланица који по својој ширини или по својој природи не могу бити у потпуности покривени разним облицима финансирања доступним на нивоу држава чланица.

Банка помаже финансирању инвестиционих програма уз учешће структурних фондова и других финансијских инструмената Европске уније. Европска инвестициона банка даје кредите за приватне и јавне индустриске пројекте и пројекте инфраструктуре у Европи и у преко седамдесет земања које су повезане са Европском унијом, а који су усмерени на јачање одрживог раста и јачање напора за остваривање стабилности и мира у неколико важних региона. За разлику од других банкарских и финансијских институција Европска инвестициона банка не управља финансисјким ресурсима на бази прикупљања депозита или текућих рачуна, већ прикупља финансијске ресурсе на светском тржишту капитала, а послује као непрофитна институција. Основу кредитног потенцијала Банке чине: уписани капитал земаља чланица и приходи од обвезница које су пласиране на међународном тржишту капитала. Европска инвестициона банка финансира велике пројекте (изнад 25 мил ЕУР појединачно) путем појединачних зајмова директно са њиховим носиоцима, а мала и средња улагања подржава индиректно путем глобалних зајмова који постају оперативни преко 130 банака које послују на националном и регионалном нивоу. Средства Европске инвестиционе банке не могу прећи 50% трошкова пројекта, а могу бити коришћена у комбинацији са националном помоћу или помоћу Европске уније. Европска инвестициона банка не одобрава олакшице на камате, али те олакшице је могуће да обезбеди нека друга институција. Банка одобрава кредите и даје гаранције и то најчешће у области саобраћаја,

телекомуникација, преносних система и сл. Кредити се одобравају са роком од 6 до 20 година, уз каматну стопу која се одређује у односу на тржишну каматну стопу на емитоване обвезнице Банке.[10]

2.3. Европска банка за обнову и развој

Европска банка за обнову и развој, са седиштем у Лондону, основана је 1991. год., са циљем јачања процеса транзиције у тржишну привреду и промоција приватне и предузетничке иницијативе у земљама централне и источне Европе, поред тога и укључивање у међународну привреду земаља централне и источне Европе. Европску банку за обнову и развој чини 60 чланова (58 су земље, плус Европска унија и Европска инвестициона банка), и 26 земаља централне и источне Европе. Акционари Европске банке за обнову и развој су земље чланице Европске банке за обнову и развој и Европска унија и Европска инвестициона банка. Број поседованих акција је у размери са гласачком снагом појединачне земље чланице. Капитал са којим је почела да ради Европска банка за обнову и развој износио је 10 млрд Европских јединица за плаћање, а већ у априлу 1996. год. износ од 10 млрд је удвостручен. Обезбеђивање неопходних средстава за кредитну подршку развојним програмима банке Европска банка за обнову и развој се задужује на светском тржишту капитала. Из приватних и државних извора банка подстиче кофинансирање и стране директне инвестиције. Борд гувернер управља банком, који чине представници земаља чланица, најчешће министри финансија. Борд директора води свакодневну пословну политику. Председник банке управља радом банке по правилима Борда директора. Банкарство, финансије, риск менаџмент, кадрови, генерални секретаријат, интерна контрола и ревизија, економска аналитика чине организациону структуру Европске банке за обнову и развој. Послове која Европска банка за обнову и развој обавља су: пружање помоћи привредама у транзицији у спровођењу структурних економских реформи, децентрализацију, приватизацију и либерализацију, поред тога подстиче активност приватног сектора, јачање финансијских институција и правне државе и развој инфрастуктуре неопходне за

[10] Хаџић М., Банкарство, Универзитет Сингидунум, Београд 2008, стр 107.

јачање приватног сектора. Одобравањем кредита углавном малим и средњим предузећима доприноси ефикасном обављању процеса приватизације, поред тога даје и савете и гаранције око улагања капитала. Поред помагања мобилизације домаћег капитала и пружања техничке помоћи банка подстиче кофинансирање и стране директне инвестиције из приватних и државних извора.

II глава

1. Европска централна банка

Слика бр. 4 Седиште ЕЦБ у Франфуркту



[11]

Европска централна банка је почела да фунционише 1. јуна 1998. год. Заједно са националним централним банкама 15 земаља чланица Европске уније чинила је ЕСЦБ (Европски систем централних банака), (The European System of Central Banks -

[11] http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/image12.en.html

ESCB), који је имао задатак да управља операцијама око увођења заједничке валуте евра и да надзире читав процес. Митови одлуке да се задрже националне централне банке у оквиру ЕСЦБ, према неким тумачењима, могли би се довести у везу не само са битним аспектима вођења монетарне политике и децентрализације, већ и са жељом да се задрже постојеће позиције и радна места.[12]

1.1. Организација

Евросистем подржава организациону структуру ФЕД (Систем федералних резерви) и то на неколико начина. Прво, Европска централна банака има шесточлани извршни одбор (Executive Board of the ECB), који је по много чему сличан одбору гувернера ФЕД, а друго, националне централне банке (Nacional Central Banks) имају по много чему сличну улогу као и 12 федералних банака ФЕД и, треће, савет Европске централне банке (Governing Council) формулише монетарну политику исто као и федерални комитет за операције на отвореном тржишту у САД. [13]

Извршни одбор Европске централне банке чине председник и потпредседник. У извршном одбору налази се и четири члана које именује комитет на предлог гувернера националних централних банака које су увеле евро.

1.2. Задаци Европске централне банке

Према Мастрихтском споразуму, основни задаци које треба да испуни Европска централна банака су:

- имплементација и формулисање монетарне политике европске заједнице,

---

[12] Bernholz, P. " The Bundesbank and the Process of European Monetary Integration", Chapter XV. In Fifty Years of the Deuche Mark, ed. By Deuche Bundesbank, Oxford University Press, 1999. pp. 731-789, str 777.

13 Остојић С., Основи монетарне економије, Економски факултет Суботица, Београд, 2009.стр 138

- спровођење девизних операција,
- држање и управљање девизним резервама земаља чланица,
- унапређење и неометано функционисање платног система,
- давање доприноса ефикасном спровођењу политике од стране надлежних националних институција која се односи на пруденцијалну контролу кредитних институција и стабилности финансијског система.

1.3. Историја

Покушаји да се уједине диспарантне нације Европе претходе националној држави. Они су се дешавали константно кроз историју континента још од пропасти Римског царства. Франачко царство Карла Великог, Свето Римско царство и Пољско-Литвански Комонвелт су ујединили велика пространства. Много касније, током 19. века - царинска унија, под Наполеоном и освајања нацистичке Немачке '40. година двадесетог века, је имала само тренутно постојање.

Узимајући у обзир изворне језичке и културне различитости у Европи, ови покушаји обично су подразумевали војно потчињавање невољних и непослушних нација, што би потом довело до нестабилности и коначног неуспеха. Један од првих предлога за мирно уједињење кроз сарадњу и једнакост чланства дао је зачетник пацифизма Виктор Иго (1851). Након катастрофа Првог, а затим и Другог светског рата, покретачка снага за оснивање Европске уније (односно онога из чега ће се она потом развити) значајно је порасла, вођена жељом да се Европа обнови и спречи могућност да се такви ужаси рата икада понове. Европска заједница за угаљ и челик (оформљена 1951. год., а коју су чиниле: Западна Немачка, Француска, Италија и земље Бенелукса) је била иницијална каписла за даље уједињење Европе. Прва царинска унија, која се изворно звала Европска економска заједница, основана је Римским уговором 1957. год., а имплементирана 1. јануара 1958. год. Касније се променила у Европску заједницу, која је сада „први стуб“ Европске уније. ЕУ се развила од трговачког система до економског и политичког партнерства.

1.4. Првих 10 година

У време увођења евра у оптицај инфлација је била ниска, делом због улагања труда земаља чланица да испуни усливе за ратификацију Уговора из Мастрихта. Већ на самом почетку Евросистем се суочава са првим проблемима, као што је троструки скок цене нафте 2000. год., затим терористрички напад 11.09.2001. год. који потреса целу светску економију. Након свега тога и борбе за опоравак, следи 2007. год. и светска финансијска криза, која погађа све земље света и која траје и 2008, 2009., 2010. год. Све је то утицало да инфлација буде изнад максимално дозвољене вредности од 2%. Економски раст, за почетак, био је спор у просеку, сем код земаља, старих чланица.[14]

[14] http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.en.html

Слика бр. 5, Евро-кованице



15

[15] http://www.ecb.europa.eu/euro/coins/common/html/index.en.html

1.5. Независност Европске централне банке

Да би се постигао задатак одржавања ценовне стабилности, који је и један од најважнијих задатака Европске централне банке, Евроска централна банка не сме да дозволи спољна мешања на путу ка свом задатку. Евросистем одликује веома висок ниво независности, у шта спадају: институционална, функционална, персонална и финансијска. Када се говори о независности Европске централне банке, мисли се на то да је она највише независна централна банка на свету. Европска централна банка и Националне централне банке су строго заштићене од политичког утицаја и нико не може Европској централној банци наметнути неку други циљ осим очувања ценовне стабилности.

ЕЦБ је Мастрихтским споразумом овлашћена да одржава стабилност цена, али и да стабилизује оутпут и запосленост. Да би постигла ове циљеве, ЕЦБ је око себе подигла зид да се заштити од мешања политике.[16]

1.6. Транспарентност

Транспарентност знатно доприноси јачању одговорности. Откривањем садржаја својих настојања, Централна банка преноси у јавност (медијама, финансијским тржиштима и независним посматрачима) образложење и тешкоће својих одлука. Евросистем не даје детаљне извештаје са састанка свог Управног савета. Уместо тога, председник Европске централне банке одржава конференцију за штампу одмах после месечног састанка и дефинисања политике, да би представио одлуке Управног савета у веома стандардизованом облику.[17]

---

[16] Grauwe P., Economics of monetary union, Oxford, New York, 2005., str 176

[17] Blinder, A, C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton and C. Wyplosz, How Do Central Banks Talk, Geneva Reports on the World Economy, 3., 2005.

1.7. Одговорност

Демократска одговорност се углавном примењује на два начина: извештавањем и транспарентношћу. Формално, Евросиситем обавља своје активности под контролом Европског парламента. У складу са статутом Парламенту се доставља годишњи извештај, као и Савету и Комисији. О овом извештају се води дебата у Парламенту. Поред тога, Парламент може да захтева да председник Европске централне банке и други чланови Извршног одбора говоре пред Комитетом за монетарна питања и економске послове парламента. У пракси, председник се појављује пред Комисијом свака три месеца, а и чланови Извршног одборато раде прилично често. Председник Савета Европске Уније и члан Европске комисије могу узети учешће на састанцима владајућег Управног савета, без права на гласање.[18]

18 Једњак Ј., Економија Европске Уније, Београдска пословна школа, Београд, 2011. стр 381.

III глава

1. Монетарна политика

Монетарно – кредитна политика је компонента економске политике. Њен основни задатак је да регулише количину новца у оптицају, да одржава равнотежу између робних и новчаних фондова, да омогући несметано одвијање робног промета и стабилне економске токове. Пошто је монетарно – кредитна политика део економске политике онда је сасвим разумљиво да за успешно извршавање њених задатака мора да постоји синхронизовано деловање свих осталих компоненти економске политике.[19]

Монетарна политика подразумева овладавање и свесно усмеравање (односно контрола) свих облика и токова новца у репродукцији (ликвидна, неликвидна, девизна и друга средства). Под кредитном политиком подразумевамо активно деловање банкарског система у регулисању кредитне масе и њене структуре у привреди. Активним деловањем на један од основних канала стварања и поништавања новчане масе и кредитног волумена, кроз кредитну политику, се највећим делом свесно и плански регулише значајан део масе укупног новца у привреди. Због тога се обично један и други појам интегришу под заједничким називом: монетарно – кредитна политика, јер, не ради се ни само о чистим "монетарним" ни чисто о кредитним токовима, мада постоји општи став да је савремени новац у својој основи кредитни (депозитни) новац.[20]

Циљеви који се стављају пред монетарно – кредитну политику у макро систему обично се постављају следећи диференцирани и међусобно повезани:

1. Осигурање оптималне новчане масе за несметано одвијање токова репродукције, уз уочавање довољне интерне и екстерне монетарне стабилности (генерални задатак монетарне полике),

---

[19] Јовановић М., Рибаћ С., Монетарне и јавне финансије, Висока пословна школа струковних студија, Блаце, 2008., стр. 81

[20] Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 58

2. Емисија кредита банке треба да је тако дозирана по структури, да осигурава оптималну ликвидност (новчану масу) привредног сектора (структурна монетарна политика) у сфери ликвидности,

3. Селективно деловање на привредну активност, односно одређене послове, којим се делује на подстицање или кочење одређене делатности у привреди, односно структури економског развоја (структурно – развојна политика), и

4. Координација на међународном монетарном плану, данас све уже повезаних националних економија и све већег значаја међународне економске политике и сарадње.

1.1. Циљеви и задаци монетарне политике

Када говоре о циљевима монетарне политике, званичници Федералних резерви и других централних банака готово увек помињу шест основних циљева:

1. висока стопа запослености,
2. привредни раст,
3. стабилност цена,
4. стабилност каматних стпопа,
5. стабилност финансијских тржишта, и
6. стабилност на девизним тржиштима.

На основу Закона о раду из 1946. год. и Закона о пуном запослењу и уравнотеженом развоју из 1978. год. (често се назива Humprey – Hawkins закон), влада САД се обавезује на промовисање високе стопе запослености и стабилног нивоа цена. Висока стопа запослености веома је важан циљ из два разлога:

1. уколико је стопа незапослености висока, то подразумева лоше стање у друштву, сиромаштво, многе породице суочавају се с финансијским проблемима, људи губе самопоуздање, а стопа криминала расте и

2. када је незапосленост висока, привреда се не суочава само са људима који не раде већ и ресурсима који нису у функцији (затворене фабрике и опрема која није у употреби), а све то утиче на смањење производње.

Сасвим је јасно да је висока стопа запослености пожељна, међутим, колико висока би она требало да буде? Када можемо са сигурношћу рећи да је привреда

потпуно запослена? На први поглед, рекли бисмо да је пуна запосленост заправо ситуација када ниједан радник није без посла, тј., када незапосленост износи нула. Међутим, таквом дефиницијом занемарујемо чињеницу да је незапосленост у извесној мери – она коју називамо фрикционом незапосленошћу, тј., трагање радника за одговарајућим компанијама и обрнуто – заправо корисна у привреди. На пример, радник који одлучи да потражи бољи посао може да буде незапослен у краћем периоду док га не нађе. Радници понекад повремено напуштају послове да би испунили друге обавезе (одгајили дете.путовали, школовали се) , а када одлуче да се врате на тржиште рада, углавном је потребно да прође неко време док не пронађу одговарајући посао. Предност незапослености у извесној мери налик је предности у случају када на тржишту станова за изнајмљивање имате бар нешто слободних станова. Уколико је на тржишту веома мали број слободних станова у понуди, далеко је теже пронаћи онај који вам одговара.

Други разлог због којег незапосленост није нула када је пуна запосленост у привреди, односи се на такозвану структуралну незапосленост, тј., неусклађеност између захтева радног места и вештина или расположивости локалнох радника. Такав вид незапослености свакако је непожељан. Међутим, монетарна политика ту не може пуно да учини.

Висока стопа запослености, као један од циљева, не би требало да подразумева да је стопа незапослености нула, већ пре да је она бар нешто изнад нуле и у складу са пуном запосленошћу, тј., ситуацијом када је тражња за радном снагом једнака понуди радне снаге. То се назива природном стопом незапослености.

Иако наведена дефиниција делује сасвим прецизно и јасно, она не даје одговор на следеће питање: Која стопа незапослености је у складу с пуном запосленошћу? У појединим случајевима сасвим је јасно да је стопа незапослености превисока, на пример, у периоду Велике рецесије стопа незапослености више од 20% била је превисока. С друге стране, почетком 1960-их сматрало се да одговарајућа стопа незапослености износи 4%, али је она била прениска јер је довела до убрзане инфлације. Актуелне процене природне стопе незапослености крећу се између 4,5% и 6%, међутим и такве процене предмет су расправе. Сматра се да би се одговарајућом политиком владе, попут пружања више информација о слободним радним местима или о програмима обуке за одређене послове, природна стопа незапослености могла смањити.

Сталан привредни раст, као један од циљева, тесно је повезан с високом стопом запослености као циљем. Пословне организације пре ће инвестирати у капитална добра ради побољшања продуктивности и привредног раста када је стопа незапослености висока, а фабрике не раде, њима се не исплати да инвестирају у додатне погоне и опрему. Иако су та два циља тесно повезана, политика може да се усмери на промовисање привредног раста непосредним подстицањем компанија да инвестирају или подстицањем људи на штедњу, што заправо компанијама обезбеђује средства за инвестиције. То је заправо сврха такозване supply - side (приступ макроекономији који наглашава важност услова снадбевањем тржишта робом и услугама, економија понуде) економске политике, којој је циљ подстицање привредног раста обезбеђивањем пореских олакшица компанијама да би оне више инцестирале у погоне и опрему, као и пореским обвезницима да би они више штедели. О улози коју би монетарна политика могла да има у подстицању раста и развоја такође се још расправља.

У протеклих неколико деценија, креатори економске политике САД постали су свесни социјалних и економских последица инфлације и више су заинтересовани за стабилан ниво цена као један од циљева економске политике. Стабилност цена све се више посматра као најважнији циљ монетарне политике. Стабилност цена је пожељна јер растући ниво цена (инфлација) доводи до неизвесности у привреди која може да угрози привредни раст. На пример, када се укупан ниво цена мења, теже се утврђују цене робе и услуга, што потрошачима, пословним организацијама и Влади знатно отежава доношење одлука. Не само да истраживања јавног мњења указују на то да оно има негативан став према инфлацији већ постоје и бројни докази да инфлација доводи до слабијег привредног раста. Са великом нестабилношћу цена, односно хиперинфлацијом, протеклих година суочиле су се Русија, Аргентина и Бразил. Многи економисти сматрају да су те државе имале слаб и спор раст управо због хиперинфлације.[21]

Инфлација отежава и планирање. На пример, отежава доношење одлуке о количини средстава које треба одвојити и уштедети за школовање деце. Инфлација утиче и на социјално стање државе: може доћи до конфликта јер ће се свака

[21] Frederic S. Mishkin, Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта, Дата статус, Београд, 2006., стр. 412

друштвена група надметати са другим групама како би била сигурна да ће њен доходак бити у складу с растућим нивоом цена.

Стабилност каматних стопа је пожељна јер њихова флуктуација може да доведе до неизвесности у привреди и да отежа планирање. На пример, флуктуације каматних стопа смањује заинтересованост за куповину кућа и отежавају купцима доношење одлука када да их купе, а грађевинским компанијама отежавају планирање броја кућа које ће да изграде. Централна банка такође може желети да успори раст каматних стопа, раст каматних стопа утиче на негативан став према централним банкама, попут Феда, и подстиче захтеве да се њихова овлашћења смање.

Финансијске кризе могу онемогућити финансијска тржишта да усмеравају средства оним лицима која имају добре инвестиционе прилике, због чега се значајно сужава економска активност. Зато је за централну банку важан циљ промовисање стабилног финансијског система, у коме се финансијске кризе избегавају. Оснивање Система федералних резерви представља реакцију на банкарску панику 1907. год., с циљем промовисања финансијске стабилности.

На стабилност финансијских тржишта утиче и стабилност каматних стопа јер флуктуације каматних стопа стварају неизвесност за финансијке институције. Пораст каматних стопа доводи до великих губитака код дугорочних обвезница и хипотекарних кредита, а такви губиции могу изазвати пропаст финансијких институција које њима располажу. Протеклих година су такве флуктуације каматних стопа представљале озбиљан проблем штедно – кредитним организацијама и штедионицама, а многе од њих су током 1980 – их и почетком 1990 – их западале у озбиљне финансијке тешкоће.

С обзиром на све израженији значај међународне трговине за привреду САД, вредност долара у односу на остале валуте постала је веома битна за Федералне резерве. Пораст вредности долара чини да америчка индустрија буде мање конкурентна од других, а пад вредности долара подстиче инфлацију САД. Ако се спрече велике промене у вредности долара, компанијама и појединцима који робу купују или продају у иностранству олакшава се да унапред планирају своје пословање. Због тога се стабилизовање екстремних промена вредности долара на девизним тржиштима сматра веома важним циљем монетарне политике. У другим земљама, које у већој мери зависе од спољне трговине, стабилност девизних тржишта има већи значај.

Иако су поменути циљеви углавном међусобно складни – висок степен запослености са привредним растом, стабилност каматних стопа са стабилношћу финансијких тржишта – то није увек случај. Стабилност цена, као циљ, често је у сукобу са стабилношћу каматних стопа и високом стопом запослености у краћем периоду (то углавном није случај када је у питању дужи период). На пример, када се привреда налази у фази развоја и незапосленост смањује, инфлација и каматне стопе могу почети да расту. Уколико централна банка покуша да спречи раст каматних стопа, то може да изазове "прегрејавање" привреде и стимулише инфлацију. Уколико централна банка повећа каматне стопе да би спречила инфлацију, онда у краћем периоду може да дође до повећања стопе незапослености. Такав сукоб циљева ставља централне банке, попут Федералних резерви, пред тешке одлуке.

Током времена листа приоритета се мењала, нарочито када се ради о дилеми чему дати предност: привредном расту или стабилности. Дуго времена су стручњаци приоритет давали економској стабилности, односно монетарној стабилности. Међутим, нарочито после велике светске економске кризе, која је озбиљно уздрмала капиталистички свет, монетарни теоретичари и стручњаци напуштају ово схватање, тако да приоритет дају пуној запослености и стопи привредног раста уз "релативну монетарну стабилност".

Савремена схватања о циљевима монетарне политике своде се углавном на подржавање циљева еконоске политике земље, јер монетарна политика не сме бити сама себи циљ. Зато монетарно – кредитна политика има задатак да подржава повећање производње и запослености, уравнотежење биланса плаћања земље и одржавање стабилности општег нивоа цена. Сигурно је да овако сложени циљеви не могу се остварити само мерама монетарно – кредитне политике, него је потребно синхронизовано дејство инвестиционе, девизне, фискалне и развојне политике, као и политике расподеле националног дохотка. Само у том случају могу се успешно остварити циљеви економске политике, и у том случају могу бити ефикасни инструменти и мере монетарно – кредитне политике.[22]

[22] Јовановић М., Рибаћ С., Монетарне и јавне финансије, Висока пословна школа струковних студија, Блаце, 2008., стр 83

ЕЦБ познаје само циљ монетарне политике. Он је предвиђен Споразумом који истовремено даје овлашћења ЕЦБ да следи и остале циљеве ако они не ометају стабилност цена.[23]

1.2. Основни монетарни агрегати

Савремена пракса је прихватила израз новчана маса као јединствен термин који са монетарног становишта означава новац, што значи да појмовно обухвата како класичне облике новца (ковани новац и новчанице), тако и разне друге ликвидне финансијске облике. Дакле, потреба за овим термином појавила се када су различити финансијски облици почели да обављају (све или неке) функције новца. У условима постојања разноврсних новчаних облика, термин новчана маса значи збир свих финансијских облика који се сматрају новцем у привреди једне земље.[24]

У монетарно – кредитној политици користе се одређене категорије, као монетарни индикатори који служе за дефинисање квалитета и функција новца у привреди, као и за вођење монетарне политике и политике ликвидности привреде и других сектора. Они заправо чине основу успешне монетарне политике, јер се преко њих врши контрола њених ефеката, а пре свега њене основне оријентације и њене прилагођености реалним привредним кретањима. То су монетарни агрегати.[25]

Појам новчане масе није довољан да изрази сву сложеност односа између финансијких и реалних привредних кретања, посебно у привредама са разуђеном финансијском структуром. Због тога се појавила потреба за селекцијом и диференцирањем различитих облика финансијских инструмената у поједине групе према ступњу њихове ликвидности. Термин монетарни агрегати почео је да се

---

[23] Grauwe P., Economics of monetary union, Oxford, New York, 2005., str. 207

[24] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 57

[25] Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 59

употребљава као заједнички појам за различите групе финансијских инструмената, тј., за новац и друга финансијка средства слична новцу.

Дефиниција монетарних агрегата представља једно од основних питања монетарне теорије и анализе. Монетарни агрегати појављују се као предмет дискусије међу економистима, најчешће у вези са објашњењем појма ликвидности и места монетарних агрегата у широј концепцији ликвидности (ликвидност укупне привреде). Такође проблематика монетарних агрегата чврсто је повезана и са питањем монетарних индикатора, којем се као важном питању формулисања и спровођења монетарне политике, последњих година посвећује све већа пажња. Проблем монетарних индикатора је проблем праћења и разумевања траснмисионог механизма монетарних процеса, тј., разумевање ефекта који изазива поремећај монетарне равнотеже код тражње робе и услуга, тражње финансијских инструмената, као и на подручју реалних привредних кретања (производње, цена, платног биланса).

Новчана маса, схваћена шире или уже, представља најликвиднији део финансијских инструмената. Међутим, то не значи да остали финансијски инструменти нису ликвидни. Сви финансијски инструменти садрже одређени степен ликвидности, зависно од стварних могућности њиховог претварања у новац (у најликвидније финансијске облике који улазе у оквир новчане масе). Могућност њиховог претварања у новац не треба изједначити са роком доспелости одређеног финансијског инструмента. У земљама са развијеним финансијским тржиштима степен ликвидности финансијких инструмената зависи од могућности њихове продаје на тржишту новца и капитала. Тако, на пример, у условима где су високо организована ова тржишта и најдугорочнији финансијски облици, као што су дугорочне хартије од вредности, могу се сматрати ликвидним, јер се могу релативно лако продати на тржишту вредносних папира преко развијене мреже посредника.

Полазећи од новца који садржи пуни степен ликвидности, остали финансијски облици се могу поређати у изнијансирану скалу све мањег степена ликвидности. Број степени у овој скали ликвидности, односно обухватност финансијких облика (поред новчане масе) који улазе у ову скалу, биће различит у различитим земљама, што зависи од конкретних институционалних услова, пре свега од степена привредне развијености, али и од деловања других фактора – историских, друштвеноекономских.

Приступ дефиницији новчане масе и монетарних агрегата у конкретним случајевима најбољу основу пружа приступ који полази од од једног монетарног или економског модела. Приступ са оваквим основом треба, с једне стране, да омогући објашњење, а са друге – предвиђање монетарних појава и монетарних процеса. У овај модел потребно је уградити одређене монетарне и друге финансијске варијабле и њихове међусобне односе (као и односе са реалним варијаблама). Истраживања треба да покажу у којој мери је потребно ићи у диференцирање финансијксих варијабли и са којим дефиницијама појединих варијабли се добијају најстабилнији функционални односи. При томе, није само у питању степен корелације између промена монетарних агрегата и реалних варијабли, већ и оцењивање правца узрочних односа – шта је узрок, а шта последица у међусобним односима монетарних и реалних варијабли. Приступ на бази монетарног (економског) даје могућност конзистентног дефинисања свих монетарних агрегата, као и финансијских уопште, и то не само у погледу односа са реалним категоријама, са којима најшире схваћене финансијске варијабле стоје у функционалним односима.

У вођењу монетарно – кредитне политике користе се три монетарна агрегата: новчана маса (M1), ликвидна средства (M2) и укупна ликвидна средства (M3). Поред тога, у нашој економској политици употребљава се знатно шири агрегат монетарни волумен (M4) укупни депозити, а у неким развијеним тржишним привредама и агрегат монетарни потенцијал (M5). У пракси се често сусреће и агрегат монетарна база или примарни новац (Mo) који се неретко назива и новац централне банке.

Новчана маса (**M1**) је агрегат који се најчешће користи у монетарној анализи и економској политици. То је због тога што тај монетарни агрегат највише одговара дефиницији новца као ликвидног средства, па се употребљава као индикатор понуде новца.

Новчану масу (M1) чине:

1. Готов новац у оптицају,
2. Депозитни новац,
3. Средства текућих и жиро рачуна,
4. Средства намењена (издвојена и осигурана) инвестицијама,
5. Средства за заједничку потрошњу,
6. Средства за стамбену изградњу, и
7. Остала новчана средства.

У монетарни агрегат **ликвидна средства** (**М2**) улазе следећа средтсва:

1. Новчана маса (М1),

2. Квази новац (штедни улози и други депозити) кога чине:

- улози на штедњу по виђењу,

- орочени депозити за стамбену изградњу,

- оролени депозити до једне године,

3. Краткорочни депозити домаћих комитената у девизама, а њих чине:

- депозити по виђењу у девизама,

- орочени, краткорочни депозити у девизама.

Укупна ликвидна средства (**М3)** је шири агрегат од М2.

1. Ликвидна средства (М2),
2. Средства резерви,
3. Средства за дознаке у иностранству,
4. Средства за покриће акредитива,
5. Остали ограничени депозити,
6. Средства за куповину девиза, и
7. Удружена средства.

Монетарни волумен – укупни депозити (М4) представља знатно шири монетарни агрегат . Према методологији Народне банке Србије, поред укупних ликвидних средстава (М3), овај монетарни агрегат обухвата још и:

- дугорочне динарске и девизне депозите,
- друга средства орочена преко годину дана,
- дугорочне обавезе банака према домаћим комитентима у девизама,
- дугорочна удружена средства, орочене депозите,
- дугорочне обавезе по хартијама од вредности,
- дугорочне обавезе банака по ороченим средствима за стамбено – комуналну изградњу.

Агрегат **монетарни потенцијал (М5)** употребљавају многе развијене тржишне привреде , чију структуру, поред монетарног волумена (М4), чине још и:

- инструмент тржишта новца у поседу приватног сектора (банкарске менице, благајнички записи, депозити локалних органа власти),

- сертификати о пореским депозитима, и
- национални инструменти штедње.

У примарни новац улазе следећа средства:

1. Динарски примарни новац (Мо) кога сачињава:

- готов новац у оптицају,
- жиро рачуни банака,
- благајна,
- депозитни новац државе,
- обавезна резерва банака, и
- резервни фондови.

2. Девизне обавезе према банкама,

3. Благајнички записи централне банке.[26]

1.3. Инструменти монетарно – кредитне политике

Монетарно – кредитна политика користи бројне инструменте у извршавању основне функције – регулисања потребне количине новца у привреди. Од њихове врсте, броја и ефикасности директно је зависна монетарна и економска стабилност земље, као и остваривање предвиђене стопе њеног економског раста. Карактер и ефикасност деловања појединих инструмената монетарно – кредитне политике одређени су утицајем многобројних фактора, међу којима се као примарни истичу друштвени, материјални и институционални услови развоја земље. Уопштено говорећи, под инструментима монетарно – кредитне политике подразумевају се средства и методе које централна банка примењује да би одржавала масу и структуру новца и кредита на оптималном нивоу. У постављању и деловању инструмената монетарно – кредитне политике пресудну улогу имају

[26] Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 60

институционални услови деловања банкарског и финансијког система у одређеној земљи, као и постављање једнобанкарског или вишебанкарског система.

Полазећи од начина на који делују, инструменти монетарног регулисања могу се разврстати у две широке групе:

1. директне, и

2. индиректне инструменте.

Директни инструменти монетарног регулисања омогућавају да се непосредно постигну конкретни циљеви носилаца монетарне политике, било да се ти циљеви односе на одређено кретање монетарних и кредитних агрегата или пак каматне стопе. Уз помоћ ових инструмената, непосредни циљеви монетарне политике директно се доводе на жељени (раније утврђени) ниво. Два најчешће коришћена директна инструмента монетарног регулисања јесу мере регулисања каматне стопе и мере регулисања пораста пласмана банака и других финансијских институција (кредитни лимити).

Индиректни инструменти монетарног регулисања делују користећи однос између новчане масе и примарног новца, као и монополски положај централне банке у погледу креирања овог последњег облика новца. Околност да централна банка може директно да контролише примарни новац и да примарни новац представља основу за креирање новца у циркулацији, даје централној банци могућност да утиче на монетарне услове – и то не само путем промене обима новокреираног примарног новца, него и мењањем услова (цена, пре свега) под којима се новац централне банке убацује у економски систем. Отуда се деловање индиретних инструмената монетарног регулисања остварује утицајем како на тражњу за примарним новцем, тако и на његову понуду.

Подела инструмената монетарно – кредитне политике врши се и у две основне групе:

1. Квантитативни инструменти, који делују на нивоу целине привреде,

2. Квалитативни инструменти, који треба да делују селективно, како у погледу врсте, намене и корисника кредита, тако и у погледу начина коришћења, рокова, камате и сл.

У групи квантитативних инструмената, у монетарној теорији и политици, обично се спомињу:

1.Политика обавезних резерви,

2. Политика есконтне или уопште каматне стопе, и

3. Политика отвореног тржишта.

Политика обавезних резерви је такав инструмент монетарно – кредитне политике, који налаже свакој банци да мора држати одређени део депозита по виђењу на посебном рачуну обавезне резерве код централне банке. За обавезне резерве банке врше издвајања у одређеном постотку и према тим депозитивима по виђењу, стопа обавезне резерве се појављује као функција тих депозита. Суштина је у томе да се ова средства не могу користити за кредитно пословање банака.

Политика есконтне стопе је готово најзначајнији инструмент монетарно – кредитне политике преко кога централна банка врши монетарну политику и монетарно управљање, како би осигурала реализацију одређених квантификованих циљева који се пред њу постављају у одређеном периоду. Есконтна политика (дисконтна политика) састоји се у променама каматне стопе (пораст или пад каматне стопе) по којој централна банка даје кредите пословним банкама ради деловања на тражњу новца и кредита, трошкове кредита и кредитни потенцијал банке. Преко деловања на кредитни потенцијал банака, покушава се деловати на укупне робно – новчане односе, на запосленост и стопу економског раста, односно на национални доходак. Управо ради тога, централне банке развијених привреда придају велику важност релативној стабилности есконтне стопе и врше њено пажљиво дозирање, уз минималне промене, по правилу само онда кад до њих мора да дође.

Политика отвореног тржишта данас је један од најсложенијих, али и најефикаснијих инструмената монетарно – кредитне политике. То је основни инструмент регулисања кредитног потенцијала комерцијалних банака. За ефикасно деловање овог инструмента нужна је претпоставка развијеног тржишта обвезницама, јер само на таквом тржишту централна банка може успешно спроводити политику куповине и продаје обвезница, а преко тога и одговарајућу монетарно – кредитну политику.

Основни облици квалитативних или селективних инструмената монетарно – кредитне политике су:

1. Регулисање кредита централне банке пословним банкама,

2. Регулисање услова кредита,

3. Селективна кредитна политика.

Регулисање кредита централне банке пословним банкама је инструмент помоћу кога се врши регулација и контрола не само кредитног потенцијала пословних банака, него и успешно спровођење и контрола укупне монетарно –

кредитне политике. То тим пре, што велики део средстава које пословне банке користе за подмиривање кредитних потреба привреде и других корисника, оне добијају од централне банке из примарне емисије. Регулисање кредита централне банке може се односити на реесконтне кредите (менице и други облици вредносних папира, који се монетизирају код централне банке) или кредите за ликвидност пословних банака.

Регулисање услова кредита је квалитативни инструмент кога користи централна банка како би детаљно прописала услове, намену и врсте краткорочних кредита, односно дефинисала послове и активности који се могу кредитирати. На тај начин индиректно се контролише кредитни потенцијал пословних банака, посебно преко могућности већег или мањег процента реесконта код централне банке за пласмане у одређене правце или намене.

Селективна кредитна политика централне банке је највише у функцији остваривања циљева опште економске политике земље. Њоме се директно делује на промене у новчаном оптицају и кредитирању само у одређеним секторима привреде, по утврђеним наменама, регионалном размештају и сл. Централна банка на овај начин контролише наменско коришћење и усмеравање новокреираног новца у оне правце и послове којима је дат приоритет (увоз, извоз, пољопривредна производња и сл.) међу циљевима текуће економске политике.

1.4. Нови приступ монетарном регулисању

Када су правилно уведени и контролисани, директни инструменти монетарног регулисања могу (краткорочно посматрано) да буду успешни у постизању уже дефинисаних циљева монетарне политике, као што је одржавање појединачно узете каматне стопе на одређеном нивоу, обезбеђивање да утврђени обим кредита буде алоциран у приоритетан сектор привреде или задржавање укупне кредитне еспанзије једне банке (или групе банака) у оквиру унапред утврђеног лимита. Међутим, на дужи рок посматрано, употреба директних инструмената монетарног регулисања показује озбиљне недостатке. О томе говори искуство како развијених тржишних економија, тако и земаља у развоју. Недостаци се односе на

само на административну страну примене ових инструмената – сложен и скуп поступак увођења и спровођења мера на основу којих се ови инструменти стављају у дејство и изложеност директних мера монетарне контроле честом избегавању од стране привредних субјеката којима су намењене. Показало се да директни инструменти монетарног регулисања у тржишним економијама слабе ефикасност функционисања финансијког система, ометају процес оптималне алокације финансијских и реалних ресурса и имају инхибиторни ефекат на развој регуларног финансијског тржишта.

Током осамдесетих година прошлог века, развијене земље (али већи број земаља у развоју) реформисале су своје системе монетарног регулисања. Реформе су, између осталог, значиле прихватање или придавање веће важности тржишно орјентисаним инструментима монетарног регулисања (market – based instruments) који све више потискује инструменте директне монетарне контроле – непосредно регулисање висине каматних стопа од стране монетарних власти, односно мере ограничавања кредитних пласмана финансијских институција (банака).

Прихватање тржишно оријентисаних инструмената монетарне политике у развијеним тржишним економијама треба схватити у релативном смислу. У овим земљама је већ од раније постојало развијено кредитно тржиште, али је оно било (бар у већини земаља) под непосредном контролом централне банке. Отуда, реформа система монетарног регулисања у овим земљама означава прелазак на нови регулациони механизам који треба да буде боље прилагођен процесима промена финансијске структуре у овим земљама. Иза тих промена налази се процес финансијских иновација који се састоји у појачаном деловању тржишног механизма у финансијском сектору привреде тих земаља. Према томе, нови механизам монетарног регулисања у развијеним индустријским земљама више се не заснива на концепту комбинованог деловања кредитног тржишта са директним регулисањем (у одређеном степену) структуре кредитних пласмана као и каматних стопа од стране централне банке. Уместо тога, ишло се на увођење пуне самосталности финансијских институција у погледу избора структуре својих портфеља, као и на развијање пуне конкуренције између ових институција на финансијском тржишту.

У основи променљивог приступа на подручју монетарног регулисања земаља у развоју налази се настојање да се, прво, повећа делотворност монетарне политике у погледу остварања стабилизационих циљева економске политике и, друго, да се у једном финансијском окружењу у којем започиње процес дерегулације олакша и

еластичније постави вођење политике каматних стопа, са циљем да се повећа мобилизација домаће акумулације (штедње) и побољша ефикасност инвестиција.

1.5. Избор инструмената монетарног регулисања

У економској литератури наилазимо на различита мишљења везана за питања броја инструмената монетарног регулисања који су потребни за спровођење једне ефикасне монетарне и кредитне политике. На једној страни, постоје гледишта која се залажу за веома ограничен број монетарних инстртумената којима треба оперативно располагати. Сматра се да се у условима развијених тржишних економија коришћење већег броја инструмената монетарног регулисања може пре да компликује него да олакша (учини ефикаснијим) монетарни менаџмент. Имајући у виду да ефекти једног монетарног инструмената могу да умање (или чак и пониште) делотворност другог или других инструмената.

Други економисти, као и велики број стручњака у централним банкама развијених земаља истичу да поступак монетарног регулисања може бити успешно спроведен само са разгранатим монетарним инструментаријумом.[27]

Одлука о томе колико и који инструменти монетарног регулисања треба да буду коришћени, у великом степену зависи од развијености и специфичности финансијког система националне економије. Добро развијен финансијски систем омогућава уравнотежено и релативно брзо преношење акција носилаца монетарне политике кроз канале тог система, чак и у случајевима када такве акције иницијално утичу само на неколико институција у оквиру финансијског система. У условима једне развијене финансијске структуре, међубанкарско тржиште може успешно да усклади потребе за ликвидношћу појединих финансијских институција. Због тога је у таквом финансијском окружењу и могуће спровести ефикасну монетарну политику са неколико (или само са једним) инструмената монетарног регулисања, пошто се монетарне власти могу ослонити на развијено финансијско тржиште које ће поуздано пренети дејство њихових акција кроз економски систем.

[27] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 481

Насупрот томе, у условима где су финансијски системи неразвијени, за успешно вођење монетарне политике потребно је да та политика користи много богатији инструментаријум, јер централна банка у таквом окружењу мора да преузме на себе и одређен број функција које иначе у развијеним финансијским системима обављају саме финансијске институције. На пример, на неразвијеном међубанкарском тржишту неће се моћи у довољној мери задовољити потреба пословних банака за ликвидним новчаним средствима. Ако општа монетарна ситуација налаже да централна банка предузме меру повишења стопе обавезне резерве, активирање те мере може изазвати велике тешкоће у пословању оних финансијских институција (банака) које се већ налазе у незавидном положају у погледу своје ликвидности. Због тога се у таквој ситуацији може показати неопходним да централна банка паралелно употреби још један инструмент монетарног регулисања – а то су кредити пословним банкама за ликвидност – како би олакшала краткорочни процес билансног усклађивања оних банака којима је таква помоћ неопходна.

Избор оптималне комбинације инструмената монетарне политике којом централна власт настоји да оствари циљеве монетарне политике, тј., да утиче на расположиви кредитни потенцијал пословних банака и њихове резерве ликвидности, а тиме и на количину новца и кредита у привреди функција је великог броја фактора, при чему се посебно издвајају развијеност домаћег финансијског тржишта, степен њене отворености и величина националне привреде.

1.6. Обавезне резерве банака као инструмент монетарне политике

1.6.1. Основне карактеристике и деловање обавезне резерве

Регулисање обавезне резерве банака може да се дефинише као мера којом се од пословних банака захтева да одређени део свог портфеља држе у новцу централне банке (у облику депозита код централне банке). Првобитно, сврха институционалног увођења обавезне резерве банака била је заштита банчиних депозита. Инструмент обавезне резерве обезбеђивао је да део банчиног портфеља увек буде расположив у

ликвидном облику, што је омогућавало задовољење захтева банчиних клијената у погледу конвертовања њихових депозита у готов новац. Међутим, временом је ова функција обавезне резерве банака изгубила на значају, насупрот улоге ових резерви као инструмента регулисања монетарних кредита и кретања пласмана банака.[28]

Механизам обавезних резерви банака представља један од најстаријих и најчешће коришћених облика регулисања употребе дела активе пословних банака (портфолио регулисања) у земљама тржишне економије. У овом смислу, обавезне резерве банака се данас користи као инструмент којим се утиче на кредитни и монетарни мултипликатор, а тиме и на кретање кредита и количине новца, и то на ове начине:

- применом на различиту основицу: јединствену основицу или диференцирану основицу, обухватајући ставке биланса банака у пасиви или у активи (или – и у пасиви и активи), на стање одређеног дана или на просечне износе ставки у билансима банака, на стање или на промене стања (маргинална основа),
- применом јединствене стопе или диференцираних стопа,
- депоновање обавезне резерве на посебни рачун код централне банке или на регуларном рачуну код централне банке (жиро и слични рачуни код централне банке),
- дозвола привременог коришћења обавезне резерве за обезбеђење ликвидности банака или без ове дозволе,
- уз плаћање камате на депонована средства у виду обавезне резерве од стране централне банке или без камате,
- примена обавезне резерве као основног (једног од основних) инструмената монетарног регулисања или као споредног инструмента, као стабилног инструмента или као флексибилног инструмента, са већим или мањим ограничењима одлучивања о обавезној резерви од стране централне банке.

Механизам обавезних резерви пружа могућност централној банци да у склопу текуће монетарне политике краткорочно регулише кредитни потенцијал пословних банака путем промена у висини стопа обавезних резерви.

---

[28] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 487

1.6.2. Основица за обрачун обавезне резерве

У погледу избора основице за обрачун обавезне резерве постоје две основне могућности. Према једној, у основици за обрачун обавезне резерве могу ући поједини облици активе биланса банака. У том случају обавезна резерва утицаће на структуру активе у билансима банака и то у корист оних облика активе кредитних институција који подлежу издвајању обавезне резерве по нижој стопи, односно који не представљају основу за обрачун обавезне резерве. Међутим, уобичајено се користи друга могућност према којој у састав основице за обрачун обавезне резерве улазе поједини делови пасиве биланса банака (поједини делови њеног депозитног потенцијала). Тако обрачунате обавезне резерве имају предност над обавезним резервама које за основу издвајања узимају поједине облике активе биланса банака. На пасиви биланса банака засновано издвајање обавезних резерви не доводи до дисторзија у пласманима кредитних институција и олакшава процес прилагођавања тих институција у случајевима када долази до смањивања њихових депозитних потенцијала, јер се и обавеза издвајања резерви у таквој ситуацији смањује. У прилог ширег концепта основице за обрачун обавезне резерве може се истаћи аргумент да ефикасност деловања монетарне политике постаје већа уколико регулациони инструменти централне банке делују на укупне потенцијале кредитних институција (банака и других финансијских институција), а не само на њихове краткорочне компоненте (само на депозите по виђењу – трансакционе депозите). Пренето на политику обавезне резерве, то значи да је и политика обавезне резерве (нарочито у контексту политике варијабилних стопа обавезне резерве) утолико снажнија уколико је шира основица за обрачун обавезне резерве.[29]

Избору основице за обрачун обавезне резерве треба да предходи одређивање релевантног монетарног агрегата чије ће кретање бити предмет контроле монетарне политике, односно чије ће се пројектовано кретање дефинисати као основни интермедијални циљ монетарне политике. Уколико је основни посредан циљ монетарне политике представљен широким монетарним агрегатом, који обухвата разноврсне позиције из пасиве биланса сектора банака, томе би требало да буде прилагођена и основа за обрачун обавезне резерве. Укључивање у основу за обрачун

[29] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 489

обавезне резерве свих оних облика пасива банака који улазе у дефиницију релевантног монетарног агрегата, повећава ефикасност носилаца монетарне политике на плану монетарног регулисања. Питање уже или шире основице за обрачун обавезних резерви није директно повезано са питањем висине просечне стопе обавезних резерви на укупни депозитни потенцијал банака. Проширивање основице за обрачун обавезне резерве не значи безусловно добијање више просечне стопе обавезне резерве, која изазива претерану централизацију дела депозитног потенцијала пословних банака. При проширеној основици за обрачун обавезне резерве може се добити нижа просечна стопа обавезне резерве од оне која би се формирала при ужој основици за њен обрачун, што је условљено избором одговарајуће структуре стопа обавезне резерве на различите компоненте укупног депозитног потенцијала банака.

1.6.3. Структура стопа обавезних резерви

Полазни критеријуми за одређивање оптималног нивоа обавезних резерви, могућа су у основи два приступа. По једном, оптимална стопа обавезне резерве требало би да делује у правцу постизања максималних ефеката на подручју монетарног регулисања (регулисање потребне количине новца у оптицају). Други приступ детерминисању оптималног нивоа обавезних резерви (који је у односу на први шире постављен) полази од утицаја различитих нивоа обавезних резерви на постизање максималне ефикасности у функционисању укупног финансијког система. Ако је централна банка орјентисана на остварење свог основног циља који је представљен у облику планираног нивоа изабраног монетарног агрегата, онда централна банка може максимирати процес монетарног регулисања (максимално смањити одступања између стварног нивоа изабраног монетарног агрегата и његове пројектоване вредности) увођењем високе и једнообразне стопе обавезне резерве на све оне облике пасиве биланса монетарних институција који улазе у састав циљног монетарног агрегата. Међутим, критеријум који полази од максимирања процеса монетарног регулисања може се сукобити са критеријумом који за основу има циљ да се изгради један ефикасан финансијки систем. Различити финансијски

инструменти и финансијске институције које су оптерећене релативно високим обавезним резервама наћи ће се у конкурентски неповољнијем положају на финансијском тржишту у односу на оне инструменте и институције чије су обавезе у том погледу мање (или уопште не подлежу тој обавези). Такав однос снага у конкурентским односима на финансијском тржишту биће посебно изражен уколико средства издвојена у облику обавезне резерве не доноси принос (камату) по тржишној стопи (што је редован случај), или је реч о некаматним обавезним резервама. Краткорочна монетарна политика се на плану обавезних резерви спроводи путем промене стопа обавезне резерве. Обавезне резерве постају делотворан инструмент монетарног регулисања када се ниво тих резерви мење (променом стопа обавезних резерви) у складу са циљевима монетарне политике и текућим кретањима на монетарном сектору привреде. При вишим стопама обавезне резерве, централна банка може чвршће да контролише формирање новчане масе (уже или шире дефинисане), али више стопе обавезне резерве доводе до већег степена централизације дела депозитног потенцијала пословних банака и повећава зависност пословних банака од централне банке у погледу услова кредитирања. Сувише ниске стопе обавезне резерве могу да делују дестабилизирајуће, доводећи у питање адекватан утицај централне банке на регулисање количине новца у оптицају. Ова околност има посебан значај за релативно мале отворене привреде у којима је кретање примарног новца изложено веома јаким утицајима монетарних ефеката девизним трансакцијама централне банке са иностранством.

Од више могућих концепата текуће политике обавезних резерви у погледу фреквенције коришћења тог инструмента монетарног регулисања од стране централне банке, изгледа да је теоријски најисправнији онај концепт који се налази између два екстрема – потпуно фиксиране стопе обавезне резерве и политике веома флексибилних стопа обавезне резерве. То је концепт који не оправдава честе промене стопа обавезне резерве, већ их редуцира на неопходни минимум. Механизам обавезних резерви показао се као мање погодан за монетарно регулисање на кратак рок, јер и мале промене у обавезним резервама изазивају знатне промене у кретању монетарних агрегата. Овај концепт оперативне политике обавезних резерви полази од става да централна банка треба да регулише пораст кредитних потенцијала банака, пре свега, путем еластичног креирања примарног новца (путем кредитних операција), а на другој, повишење стопа обавезних резерви, како би се тим путем елиминисали делови нараслих кредитних потенцијала банака.

Све док централна банка успева релативно успешно да регулише обим примарног новца у складу са објективним потребама монетарне политике, према овом концепту, није потребно активирати краткорочну политику обавезних резерви (или бар не у знатнијем степену) и стопе обавезне резерве могу остати фиксиране на утврђеном оптималном нивоу. Међутим, у периодима нарушене монетарне равнотеже која је изазвана претераним креирањем примарног новца по линији аутономних токова (пре свега, по линији монетарних ефеката девизних трансакција централне банке са иностранством), стичу се објективни економски услови за активирање политике обавезне резерве на кратак рок. У тим случајевима централна банка мора да прибегне регулисању варијабилних стопа обавезне резерве као резервном механизму монетарног регулисања, којим покушава да ниво кредитних потенцијала банака и новчане масе доведе на жељене вредности, пошто се то не може учинити довољно ефикасно путем регулисања обима креирања примарног новца.[30]

ЕЦБ не користи захтев за минималном резервом као инструмент монетарне политике. Пре га користи као инструмент, пеглања краткорочних каматних стопа. Она то постиже тако што израчунава захтевану минималну резерву као месечни просек дневних коефицијената резерве. Ово даје банкама мотив да испеглају последице привремених флуктуација у ликвидности.[31]

1.6.4. Формирање каматних стопа на обавезне резерве

Када се од банака захтева да држе резервну активу (у виду средстава обавезне резерве), издвојену на посебном рачуну код централне банке, и када такви резервни облици активе не доносе принос (камату), онда то изазива повећање трошкова банака који су везани за банкарске операције прикупљања слободних новчаних средстава (депозита) од небанкасрких трансактора у макросистему. Терет некаматосне или нискокаматосне обавезне резерве банке и друге финансијске

[30] Милутин Ћировић, Монетарно – кредитни систем, Београд, Савремена администрација, 1976, стр. 307.

[31] Grauwe P., Economics of monetary union, Oxford, New York, 2005., str. 219

организације пребацију на сектор привреде и становништва, који у таквим условима плаћају више каматне стопе на банкарске кредите или примају ниже каматне стопе на своје депозите код банака.[32]

Упркос разликама у гледиштима око питања фискалних аспеката обавезних резерви, сва та гледишта ипак упућују на један јединствен закључак, а то је да је нулта стопа приноса на средства обавезне резерве не представља оптимално решење. Напротив, увођење каматоносних обавезних резерви мора се третирати као један од инструмената монетарне политике. Пригушујући конфликт између монетарних и фискалних ефеката политике обавезних резерви, систем каматоносних обавезних резерви олакшава процес спровођења те политике, ширећи могућност не само за флексибилно мењање оперативних стопа обавезних резерви, него и за примену релативно високог нивоа стопа обавезних резерви у периодима када је то потребно са становишта монетарног регулисања. Усвојен је став да би ниво каматне стопе на обавезне резерве требало да буде везан за званичну дисконтну стопу централне банке. У већем броју развијених и мање развијених тржишних економија (Грчка, Аустрија, Исланд, Финска, Турска, Шведска) већ функционише систем каматоносних обавезних резерви. Каматна стопа која се плаћа на средства издвојене обавезне резерве у тим земљама нижа је од тржишних каматних стопа, при чему поједини облици из састава укупне резерве активе банака (издвојене по основу обавезне резерве) и даље остају без икакве накнаде. Сматра се да депозити банака код централне банке по основу обавезних резерви представљају за пословне банке такве пласмане који нису оптерећени било каквим ризиком и да је због тога сасвим оправдано да се на такву врсту пласмана банкама плати нижа накнада (камата), него што износи каматна стопа за остале облике банчине активе која је детерминисана тржишним односима понуде и тражње.

[32] Милутин Ћировић, Монетарна економија, Београд, European Centra for Peace and Development University for Peace, 1987, str. 305

1.6.5. Равнотежна и просечна стопа обавезне резерве

Равнотежна стопа обавезне резерве била би таква стопа која би одговарала неком дугорочном кретању ове стопе око које би се колебале краткорочне стопе резерви. Ако су стопе резерви високе и налазе се изнад равнотежне, води се политика већег захтевања депозитних средстава банака. Њихова имобилизација код централне банке би требало да представља и рестриктивну кредитну политику у том периоду. Међутим, ако висока стопа смањује кредитни потенцијал банака, доводи до њихове веће зависности од централне банке, а како различито погађа поједине банке – то има и регионална снажна деловања. Она је праћена истовременим преливањем доходка од пословних ка централној банци, за разлику плаћене и наплаћене камате. Тиме је јача и позиција централне банке у систему банака и њена улога у монетарном регулисању.

У погледу оперисања овим инструментима, теоријски се може поћи од три полазна концепта:

1. Фиксирана стопа обавезне резерве у дужем периоду, готово у периоду дужине циклуса, чиме она аутоматски делује преко промена висине и структуре депозита у банкама и у привреди, у зависности од фазе циклуса у којем се налази привреда. Основни инструмент монетарне политике је понуда новца централне банке, док се обавезна резерва своди углавном на фактор којим се ограничава процес монетарно – кредитне мултипликације.

2. Промене обавезне резерве се врши само изузетно, у напред одређеним условима развоја привреде и монетарне политике. Овај концепт је нешто шири и еластичнији од предходног (дозвољава и промене ових стопа), али се овај инструмент своди на пасивно или индиректно пословање. По неким ауторима, ово је теориски и практично најисправнији приступ. Полази се од чињенице да централна банка има готово потпуну контролу над примарним новцем и, преко тога, над кредитним потенцијалом банака и новчаном масом, а изузетно када изгуби контролу – прибегава и промени стопе обавезне резерве.

Ако, дакле, централна банка изгуби контролу над кретањем новчане масе преко креирања и повлачења примарног новца (нпр. кредитирањем државе, платно – билансном ситуацијом и сл.), она треба да прибегне овом механизму монетарног регулисања.

4. Ради спровођења ефикаснијег монетарног регулисања, и у краћем интервалу времена, треба вршити промену ових стопа, како навише, тако и наниже. Тиме овај инструмент постаје један од основних у регулисању кредитног потенцијала банака у кратком пероду, посебно када други инструменти монетарног регулисања не показују већу ефикасност.[33]

Да би се отклонили неповољни ефекти повећане обавезне резерве банака, предлаже се увођење тзв. маргиналних стопа обавезне резерве, које се не би обрачунавале на стање, већ на промену депозита у одређеном периоду. Такве стопе могу се кретати од 50% до 100% пораста тих репозита.[34]

1.7. Есконтна (дисконтна) стопа као инструмент монетарне политике

1.7.1. Монетарна политика и есконтна стопа

У тржишним привредама монетарна политика се сукобљава с различитим ограничењима која су последица постојеће финансијске структуре и одговарајућег понашања економских субјеката. Деловање централне банке не може да се спроведе по рецепту који би био исти за све земље тржишне привреде. Мора се узети у обзир ниво привредне развијености и структура финансијског система у конкретној земљи. Методи интервенције централне банке на новчаном тржишту, такође, одређују могућности (и домете) монетарној политици.

Централна банка обавља контролу рада новчаног тржишта путем дисконтне стопе и операцијама на отвореном тржишту. Овим инструментима централна банка одржава потребну равнотежу понуде и тражње на новчаном тржишту, регулишући обављање трансакција висином каматне стопе, односно куповином и продајом вредносних папира. Поред утицаја на кредитни потенцијал и ликвидност банака,

[33] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005,. стр. 496

[34] Ћировић М., Шојић М., , Есконтна стопа и монетарне регулација, Финансије, бр. 1-2, 1993, стр. 52-61.

овим инструментима централна банка утиче на формирање каматних стопа на финансијском тржишту, као и на одржавање економских мотива холдера (држалаца) слободних новчаних средстава за улагање у хартије од вредности.

Есконтна стопа је један од најзначајнијих инструмената преко кога централна банка врши монетарну контролу и монетарно управљање у складу са постављеним циљевима монетарне политике. Есконтна политика (дисконтна политика) се састоји у подизању или спуштању каматне стопе по којој централна банка даје кредите пословним банкама ради деловања на тражњу новца и кредита, трошкове кредита и кредитни потенцијал банке. Преко деловања на кредитни потенцијал банака настоји се деловати на укупне робноновчане односе, запосленост и стопу раста, односно на национални доходак.[35]

Еконтна (дисконтна) политика се не састоји само у оперисању есконтном стопом (по којој централна банка прима у реесконт од пословних банака менице и друге вредносне папире), већ и цели низ других активности, као:

- услов реесконта,
- врсте пословне активности која се реесконтује,
- рокови реесконта,
- проценат реесконта.

Есконтном политиком централна банка у ствари одређује цену кредита које одобрава пословним банкама, било преко реесконтних кредита или преко других облика кредитирања. То је званична цена новца у привреди од које даље зависи висина камата по којој ће пословне банке одобравати кредите својом комитентима. Регулисањем каматне стопе по којој централна банка даје кредите пословним банкама, и преко тога каматне стопе по којој пословне банке дају кредите клијентима, непосредно се делује на висину тражње кредита и новчани оптицај. Пратећи материјално – финансијске токове, монетарна власт сматра да је висина новца и кредита у привреди достигла ниво који угрожава привредну стабилност, да прате инфлационе промене, централна банка приступа подизању есконтне стопе, што значи да долази до поскупљења кредита због чега настаје опште повећање каматне стопе у земљи. Последица тога би требало да буде да се новац и кредит мање траже, да се већ узети кредити враћају, (да се инвестициони планови одлажу).

---

[35] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005,. стр. 501

Променама у висини есконтне стопе централна банка настоји да делује на понуду и тражњу новца на новчаном тржишту и услове који владају на подручју каматне политике у целом кредитном систему. Повећање есконтне стопе требало би да аутоматски доведе до смањења тражње кредита. Супротно томе, снижење есконтне стопе треба да доведе до пораста тражње банкарских кредита. Есконтна политика, уз регулисање каматне стопе, обухвата и друге услове по којима централна банка одобрава реесконтне кредите пословним банкама (услове реесконта, рокови, вредносни папири који се узимају у реесконт, плафон реесконта). То је једно комплексно подручје монетарног регулисања које улази у подручје деловања других инструмената, а не само оперисање есконтном стопом у смислу њеног дизања или спуштања.

Аспект есконтне политике којем се у литератури придало доста пажње, јесте ефекат "најаве промене дисконтне стопе". Прилично је раширено гледиште да промене есконтне политике служе као начин на који централна банка комуницира са свима за које је промена њене политике од интереса. На пример, ако се повећа дисконтна стопа, то се може протумачити као сигнал да централна банка мења курс у свом деловању и да следи рестриктивнију монетарну политику. Међутим, у пракси развијених тржишних привреда то није тако чест случај. Много чешће промене дисконтне стопе наступају као последица прилагођавања политике централне банке променама до којих је већ дошло код тржишних каматних стопа, с намером да се дисконтна стопа доведе у одговарајући однос с каматним стопама на новчаном тржишту и за пословне банке умањи профитабилност позајмљивања средстава преко кредитног механизма централне банке.

Идеју о директном контролисању монетарне базе нису нарочито прихватили централни банкари у развијеним зерљама тржишне привреде, сем Швајцарске. Често је веровање међу стручњацима у централним банкама да контрола монетарне базе није изводљива из многих разлога. Стриктна контрола монетарне базе може да доведе до неприхватљиво високих краткорочних колебања каматних стопа. У већини развијених тржишних земаља пословне банке држе минималне износе вишкова ликвидних средстава у облику резерви слободних новчаних средстава. Када су банке изложене неочекиваном исцрпљивању својих резерви ликвидних средстава која се преливају у готов новац у рукама небанкарских економских субјеката, њихова позиција ликвидности постаје угрожена. Банке су принуђене да позајмљују потребна ликвидна средства на новчаном тржишту. Под предпоставком да централна

банка није спремна да пословним банкама надокнади мањкове у њиховим резервама ликвидних средстава, доћи ће до пораста каматних стопа на тржишту новца.

Велике осцилације каматне стопе могу довести до раста ризика финансијског инвестирања, смањивање степена финансијских интермедијера и банкротства појединих финансијских организација, водећи општој финансијској и привредној нестабилности. Због тога би остварење стабилних стопа раста новчане масе могло да доведе до оштрих краткорочних амплитуда у каматним стопама повећањем ризика на финансијским тржиштима и нестабилних кретања у привреди.

1.7.2. Основне поставке теорије дисконтне стопе централне банке

Теорија дисконтне стопе централне банке може се поделити у два дела. Први део се односи на деловање дисконтне стопе као инструмента за регулисање количине новца у оптицају. Други део рзматра питање како промене дисконтне стопе утичу на токове привредне активности и, посебно, платни биланс земље. Ти утицаји остварују се преко промене нивоа и структуре каматних стопа на домаћем новчаном тржишту. Основна теза теорије дисконтне стопе јесте да ће пораст ове стопе (уколико остали фактори остану непромењени) дестимулисати банке да позајмљују новчана средства од централне банке, што ће имати за последицу не само мањи обим креирања примарног новца и новчане масе него и повећање тржишних каматних стопа (више краткорочних него дугорочних).

Један од ефектних начина да се објасни основна поставка теорије дисконтне стопе подразумева приступ који полази од једноставне једначине којом се дефинише количина новца у оптицају:

1. М = м х Б

Укупна количина новца у оптицају (у номиналном изразу) одређена је производом примарног новца (монетарне базе) – Б и монетарног мултипликатора – м. Монетарна база састоји се од укупних резерви ликвидности банака (Р) плус готов новац (Г) који држе небанкарски економски субјекти. Монетарни мултипликатор сажима дејство свих осталих фактора на количину новца у оптицају. У овом случају

предпоставља се да варијабла м има константну вредност. Укупне резерве ликвидности банака (Р) могу се поделити на два начина:

- на део резерви који су банке стекле кроз позајмљивање средстава од централне банке (позајмљене резрве банака ПР) и

- на део резерви који су банке прибавиле учествујући као партнер у операцијама централне банке на отвореном тржишту (за разлику од првог дела, овај део резерви означићемо као непозајмљене резерве банака - НПР).

Према томе, монетарна база се може представити као збир величине ПР, НПР и Г, тако да редефинисањем једначине (1) добијамо:

2. М = м х (ПР+НПР+Г)

Веза између дисконтне стопе и тржишних каматних стопа може се илустровати једним једноставним моделом каматних стопа. Према овом моделу, ниво каматних стопа на тржишту новца одређен је тачком пресека између понуде и тражње кредита. Тражња кредита обухвата инвестициону тражњу, дефицит државног буџета и промене у тражњи новца, а понуда кредита обухвата средства штедње набанкарских економских субјеката и промене у понуди новца.[36]

Дисконтовање и стопа дисконтовања имају дугу и карактеристичну историју, која достиже до концепта централних банака из 19. века, концепт „зајмодавца последњег уточишта“. ФЕД, мењајући дистонтну стопу утиче на вољу банака да позајмљују резерве од Федералних резерви. Смањење стопе дисконтовања обично потврђује експанзивну монетарну политику, док повећање ове стопе обично потврђује рестриктивнију политику.[37]

1.7.2.1. Први део теорије дисконтне стопе

Према теорији дисконтне стопе, пораст ове стопе директно утиче на обим средстава који банке позајмљују од централне банке. Пораст дисконтне стопе значиће за банке пораст њихових трошкова који се мора поднети ако банке желе да

[36] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 505

[37] Ritter S., Silber W., Udell G., Money, Banking & Financial Markets, Boston, 2009., str. 378

одрже дати обим задужења код централне банке. Услов под којим ово важи је да тржишне каматне стопе, као и други релативни фактори остају непромењени. Претпоставља се да ће повећање трошкова банака у овом смислу смањити обим њихових позајмица од централне банке. У датим околностима банке долазе до закључка да пословање са мањим износима тих позајмица за њих представља профитабилније решење. То би требало да умањи обим креирања примарног новца, а такође и новчане масе, уз претпоставку да монетарни мултипликатор не мења своју вредност.

У стварности је тешко прецизно предвидети ефекат одређене промене дисконтне стопе на обим задужења банака код централне банке и на сам обим новчане масе. Тај ефекат ће зависити од:

1. степен зависности пословних банака од допунских средстава ликвидности која потичу од кредита централне банке,

2. осетљивост тражње за допунска средства ликвидности банака од разлике између њихових активних и пасивних каматних стопа,

3. степен у којем су се друге каматне стопе већ промениле или ће се променити у предстојећем времену,

4. ситуације у погледу тражње кредита уопште и понуде новчаних средстава из дугих извора.

Кредити централне банке показују се као једна од могућности коју банкарске институције користе да би извршиле своја билансна усклађивања у случајевима када долази до нето одлива ликвидних средстава из њихових депозитних потенцијала. Банке могу да продају хартије од вредности из свог портфеља директно на новчаном тржишту да би одржале одговарајући ниво ликвидности. Позајмљивање ликвидних средстава од централне банке обично представља следећа једначина:

$ПР = a\ (i_t + i_d),\ a > O$

Где је са ПР означено укупно задужење банкарских институција према централној банци, а са i_t и i_d каматна стопа на међубанкарском тржишту новца и дисконтна стопа респективно. [38]

[38] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 508

Централна банка не успева да променом дисконстне стопе утиче на промене распона између активних каматних стопа, и цене коју пословне банке плаћају за прибављање допунских ликвидних средстава централне банке.

Са становишта монетарног регулисања централне банке, недостатак политике дисконтне стопе, састоји се у томе што се иницијатива налази на страни банке. Банке саме одређују колико ће средстава да позајме од централне банке по датој каматној стопи. Централна банка може да изгуби чврсту контролу над обимом средстава која позајмљује банкама, а тиме и над квантумом примарног новца и новчане масе. Да би се избегла таква могућност, централне банке су често приморане да паралелно користе и друге мере које се своде на систем диференцираних каматних стопа на своје кредите и лимитирање активних каматних стопа банака.

1.7.2.2. Други део теорије дисконтне стопе

Други део дисконтне стопе (алтернативна теорија дисконтне стопе централне банке) везана за ефекат промене дисконтне стопе на ниво и структуру каматних стопа у земљи и на ниво привредне активности и платни биланс. Претпоставља се да ће пораст дисконтне стопе бити праћен порастом тржишних каматних стопа дуж целе линије каматног спектра – више и брже на краткорочном него на дугорочном крају. Догађа се због тога што ће активне каматне стопе банака вероватно бити ревидиране навише, делимично да апсорбују вишу цену средстава која се позајмљује од централне банке, а делимично да се надокнади њихово заостајање.

1.7.3. Есконтна стопа или есконтна политика

У развијеним земљама тржишне економије води се активна политика дисконтне стопе централне банке. Централне банке у тим земљама повремено повећавају или снижавају дисконтну стопу, зависни од укупних економских кретања и зависно од стања платног биланса. У Великој Британији дисконтна стопа чини

најзначајнији елемент укупне структуре каматних стопа, посебно на њеном краткорочном крају. Остале каматне стопе се у прилагођавају кретању дисконтне стопе, тако да њена промена доводи до промене у читавој структури каматних стопа у истом правцу као што се и предпоставља у теорији. У другим земљама веза између дисконтне стопе и каматних стопа на тржишту новца није тако чврста као у Великој Британији. Ни у Великој Британији, ни у другим развијеним земљама тржишне економије не може се тврдити да до промена тржишних каматних стопа долази искључиво под утицајем дисконтне стопе централне банке.

У економској литератури, данас, превладавају схватања да подизање званичне есконтне стопе и поскупљење кредита, које из тога произлази, не узрокују мању тражњу кредита, од стране банака, контракцију кредита и смањење тражње, као и ублажавање инфлационог притиска на тржошту. Само смањење есконтне стопе, односно појефтињење кредита, без деловања других фактора, не може само по себи толико утицати и бити довољна за оживљавање привреде.

Промене есконтне стопе треба посматрати као пратећи инструмент - операција на тржишту новца којим она утиче, тј., регулише резерве у банкарском систему и оне могу послужити као индикатор промена у монетарној политици у правцу рестриктивности или експанзивности.

Есконтна политика мора бити вођена у координацији са осталим сегментима макроекономске регулације, а највише инструментима политике тржишта и цена, политике доходака, фискалне политике, спољнотрговинске политике, политике девизних и робних резерви, политике реесконта, опште каматне политике у банкарском систему.

Централне банке развијених привреда велики значај дају стабилности монетарних агрегата, при чему је релативна стабилност есконтне стопе и њено пажљиво дозирање.

1.8. Операције на отвореном тржишту

Почетком 1920. год. десило се нешто веома важно, ФЕД је случајно открио операције на отвореном тржишту. Када је ФЕД основан, приходе је остваривао искључиво на основу камата које је банкама чланицама наплаћивао за есконтне кредите. Након рецесије од 1920. год. до 1921. год. обим есконтних кредита значајно

се смањио, а ФЕД је остао без прихода. Проблем је решен куповином каматоносних хартија од вредности. ФЕД је, такође установио да су резерве у банкарском сиситему порасле и да је дошло до мултипликације банкарских кредита и депозита. У то време је за ФЕД то представљало право откровење.[39]

Операције на отвореном тржишту су најважнији инструмент монетарне политике ЕЦБ. Она подразумева куповину и продају вредносних папира са циљем повећања или смањења ликвидности новчаног тржишта.[40]

Тржиште новца као сегмент финансијског тржишта представља високо – специјализовани облик операција куповине и продаје новца, осталих ликвидних средстава и краткорочних хартија од вредности. Међубанкарско тржиште жиралног новца и краткорочних хартија од вредности представља најзначајнији део новчаног тржишта у оквиру једне националне економије, при чему у новчано тржиште, сем споменутог дела, убрајамо краткорочно кредитно тржиште, есконтно и ломбардно тржиште. Тржиште новца садржи:

1. Трговање новцем и краткорочним хартијама од вредности,

2. Институције и организације које осигуравају краткорочна средства (депозите), односно краткорочне кредите (комерцијалне банке, депозитне банке, берзе за краткорочне хартије од вредности, есконтне или дисконтне организације, акцептно – кредитне институције),

3. Инструменти тржишта новца.[41]

Девизно тржиште се често укључује у тржиште новца. Циљеви тако дефинисаног тржишта новца су многобројни, најважнији су:

- обезбеђење и одржавање оптималне ликвидности монетарног и кредитног система земље,
- задовољавање тражње за новчаним средствима актера тржишта,
- остваривање допунских прихода банака и других учесника на њему.

Тржиште новца је организовани механизам са тачно утврђеним учесницима, њиховим правима и обавезама, дефинисаним простором и временом

---

[39] Mishkin F., The economics of money, banking and financial markets, Columbia University, str. 302

[40] Grauwe P., Economics of monerary union, Oxford, New York, 2005., str. 216

[41] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 517

функционисања, и регулисаним условима под којим се обављају финансијске трансакције и технологија рада.

Тржиште новца има значајну улогу у вођењу пословне политике предузећа, банака и других финансијских организација. Без тржишта новца централна банка не би могла да спроводи ефикасно монетарно – кредитну политику. Оно омогућава успешно регулисање односа понуде и тражње новца и краткорочних хартија од вредности, одржавање оптималне ликвидности свих субјеката и банака, остваривање циљева монетарне и девизне политике, функционисање јавног дуга и политике кредитирања државе, бржу циркулацију финансијских средстава, одвијање без тешкоћа и застоја привредне активности на монетарном плану, успешно спровођење кредитне политике банака. Томе се може додати и остваривање оптималне стопе привредног раста и стабилности понуда (цена).

Тржиште новца и могућности његовог развоја зависи од:

- Развоја финансијског система,
- Развоја и квалитета банкарског система,
- Улоге и самосталност централне банке,
- Развијености институција и инструмената тржишта новца,
- Финансијске и економске отворености националне привреде,
- Стабилности привреде и националне новчане јединице,
- Степена рестриктивности монетарне политике,
- Правне државе и поштовање законитости,
- Нивоа друштвено економског развоја,
- Традиције у развоју и функционисању тржишта новца,
- Значаја и улоге каматне стопе,
- Развоја и врста краткорочних хартија од вредности,
- Стања биланса плаћања,
- Учешћа централне банке на тржишту новца,
- Степена задужености националне привреде,
- Стања депозита код банака итд.

На секундарном тржишту краткорочних хартија од вредности врши се даља куповина или продаја раније емитованих хартија од вредности. Ту се свака хартија од вредности може у сваком тренутку продати, и пре истека рока доспећа, и претворити у новац. Фактори који делују на понуду и тражњу новца и краткорочних

хартија од вредности су: повећање или смањење есконтне стопе, односно других стопа централне банке, повећање или смањење реесконтног или реломбарног кредита, продаја или куповина хартија од вредности централне банке, повећање или снижење стопе обавезне резерве, смањење кредита централне банке држави, нова емисија хартија од вредности на новчаном тржишту идр.

Три основна облика организације тржишта новца у савременим привредама се појављују и то су:

1. Институционализовано тржиште новца,
2. Неинституционализовано тржиште новца,
3. Тржиште новца које се појављује као комбинација институционализованих и неинституционализованих облика трговања ликвидним новчаним средствима.

На тржишту новца се налазе хартије од вредности, емитоване од стране централне банке или других субјеката који су добили сагласност од ове монетарне институције да могу бити на том тржишту предмет куповине и продаје. Централна банка се при томе често држи става да ли је нека хартија од вредности подесна за есконт или реесконт, односно операције на отвореном тржишту.

Најзначајнији инструменти који се користе:

1. Међубанкарска купопродаја новца,
2. Краткорочне хартије од вредности (државне обвезнице, обвезнице централне банке, благајнички записи централне банке, државнички благајнички записи, комерцијални записи, банкарска потврда о депозиту, банкарски акцепти, комерцијални бонови)
3. Међубанкарска трговина вишковима обавезних резерви.

Централна банка обавља контролу рада новчаног тржишта путем дисконтне стопе и операцијама на отвореном тржишту. Овим инструментима централна банка одржава потребну равнотежу понуде и тражње на новчаном тржишту, регулишући обављање трансакција висином каматне стопе, односно куповином и продајом вредносних папира. Овим онструментима централна банка утиче на формирање каматних стопа на финансијском тржишту као и на одржавање економских мотива власника слободних новчаних средстава за улагање у хартије од вредности.

Политика дисконтних стопа – каматна стопа коју централна банка зарачунава на кредите одобрене различитим зајмотражиоцима, пре свега банкама. Она се користи као средство којим се утиче на промену количине новца у оптицају.

Операција на отвореном тржишту – означава операције куповине и продаје државних вредносних папира (обвезница) на финансијском тржишту које спроводи централна банка. Куповне операције централне банке доводе до повећања количине вредносних папира у активи биланса централне банке и паралелног повећања прамарног новца на страни пасиве њеног биланса. Креирање примарног новца значи повећање кредитних потенцијала банке.

1.8.1. Механизам операција на отвореном тржишту

Политика отвореног тржишта и данас представља један од сложенијих и ефикаснијих инструмената у развијеним привредама. У неразвијеним земљама, у којима тржишта обвезницама нису довољно развијена, делокруг операција на отвореном тржишту углавном је испуњен благајничким записима централне банке. По одговарајућој законској одредби централној банци се омогућава да емитује властите обвезнице на тржишту и да спроводи непосредну куповину и продају таквих обвезница заједно са државним обвезницама. Основна претпоставка за функционисање политике отвореног тржишта јесте врло развијено тржиште обвезницама на којем централна банка може успешно проводити политику куповине и продаје ових обвезница и с тим одговарајућу монетарну политику.

Најважније, куповином или продајом владиних хартија од вредности (зване операције на отвореном тржишту), ФЕД обезбеђује банкама додатне резерве или одузима њихове резерве. Куповином ФЕД повећава резерве банкама, док продајом ФЕД смањује резерве.[42]

Основне функције политике отвореног тржишта су:

1. Одржавање курса државних вредносних папира на жељеном нивоу, јер је то претпоставка за будуће емисије државних зајмова. У случају пада курсева вредносних папира, централна банка ће куповином већег броја и износа ових папира на финансијском тржишту повећати општу тражњу, што доводи до повећања овог курса.

[42] Ritter S., Silber W., Udell G., Money, Banking & Financial Markets, Boston, 2009., str. 378

2. Одређеним интервенцијама централна банка, односно куповином или продајом ових облигација на кредитним тржишту, регулише кредитни потенцијал банака, а преко њега и масу новца и кредита у привреди. Преко регулисања масе новца и кредита, она настоји да делује и на понашање инвестиција, личне потрошње, цене и платно билансне односе.

Операције централне банке на тржишту хартија од вредности обично се сматрају као врло ефикасан инструмент монетарне политике, а идеални услови за то су:

- да постоји добро организовано и развијено тржиште хартија од вредности, прихватљиве ширине, дубине и еластичности,
- да централна банка располаже са довољно могућности за продају и куповину хартија од вредности,
- да централна банка није оптерећена уважавањем неких других обзира у поступку остваривања конкретних циљева монетарне политике.[43]

Операције на отвореном тржишту се предузимају с циљем да се изазову жељене промене у кредитним токовима на макроплану, као и на одређену структуру каматних стопа, што даље има утицај на општи ниво привредне активности.

1.9. Остали инструменти монетарне политике

Регулисање кредита централне банке пословним банкама – кредитирање пословних банака од стране централне банке везано је за:

- пружање помоћи оним пословним банкама које су дошле у неповољан положај у погледу своје ликвидности (обезбеђује ликвидност банака у сезонским интервалима током године, када долази до сезонске експанзије у тражњи новчаних средстава економских субјеката, која је изазвана сезонском експанзијом у реалним токовима привредне активности),

[43] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 530

- промена постојећих монетарних и кредитних услова (испуњава се кроз промену каматне стопе централне банке да би се повећала или умањила спремност пословних банака да позајмљују средства од централне банке),

- спровођање селективне кредитне политике (суштина механизма селективног кредитирања пословних банака састоји се у томе да централна банка на основу формираног селективног програма одобрава краткорочне кредите пословним банкама за тачно дефинисане наменске правце).

Селективна кредитна политика – квантитативним инструментима регулисања новца и кредита у привреди делује на опште промене масе новца и кредита, што је извесно глобално регулисање новчаног оптицаја. Селективним или квалитативним инструментом монетарне политике делује се на промене новца и кредита само у одређеним секторима привреде, наменама, регионалном размештају итд. Селективна кредитна политика централне банке највише је повезана с циљевима опште економске политике земље. Селективно кредитирање на основу креирања примарног новца централне банке значи партиципацију овог новца у кредитима банака који банке дају за утврђене селективне намене.

Лимити раста кредитних пласмана – ограничавање раста кредита банака и њихово контролисање кретања је најчешће изузетна мера којој прибегава централна банка. Ова мера се предузима у случајевима када централна банка установи:

- да је маса кредита банака у привреди знатно изнад планиране,

- да прете инфлаторне тенденције, висока ликвидност привреде, притисак на увоз,

- да није могуће другим мерама квалитативног или квантитативног монетарног регулисања остварити брзе и жељене ефекте.

Ограничавање кредита пословних банака, централна банка задржава кредите на достигнутом нивоу на одређени, изабрани дан и мањим процентним повећањем у току сваког месеца до краја текуће године. Кредитни лимити ограничавају експанзију укупног обима домаћих кредита лимитирањем кредитне експанзије сваке појединачне финансијске институције. У случају да су кредитни лимити употребљени да би се отклонио утицај претераног пораста кредита централне банке на пораст кредитне активности сектора банака, доћи ће до акумулирања вишкова резерви ликвидности код банкарског система.

Политика минималне стопе ликвидности пословних банака – да би била способна за плаћање или одобравање кредита свака пословна банка увек мора имати на располагању довољно средстава на свом жиро рачуну. Основни облици које има овај инструмент су:

- осигурава дневну ликвидност пословних банака, да би биле у стању да врше нормалне кредитне функције,
- делује као ограничавајући фактор у процесу кредитно – монетарне мултипликације, идентично деловању обавезне резерве.

Централна банка контролише ликвидност пословних банака на неколико начина:

1. Прописивањем облика минималне ликвидности пословних банака и других финансијских институција.
2. Одређивањем рочно структуре кредита банке.
3. Одређивањем начина коришћења обавезне резерве за попуну ликвидности банака.
4. Одређивањем начина коришћења резервног фонда банака у одржавању потребне ликвидности.
5. Одређивањем општих услова кредитне способности пословне банке.
6. Одобравањем или неодобравањем кредита за ликвидност пословној банци.
7. Предузимање законом одређених мера према неликвидној пословној банци.[44]

Обавезни коефицијенти ликвидности банака – је један од инструмената монетарног регулисања који је на располагању централним банкама у тржишним привредама. Многе централне банке у пракси га користе. Обавезни коефицијенти ликвидности банака једнак је збиру слободне резерве ликвидности, пласмани у хартије од вредности, краткорочна потраживања од других банака и укупна пасива. Показало се да тако дефинисан обавезан коефицијент ликвидности за банке не делује

[44] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 551

перфектно у смислу да служи као основни инструмент којим централна банка може да управља распоредом укупних кредита банака између државе и остатка привреде.

Обавезни кредитни пласмани – успостављење одређених пропорција у пласманима институција. Путем интервенција централне банке у погледу обликовања структуре кредитних пласмана банака, настоји се да се обезбеди нешто виша стопа економског раста и запослености. Мере за остваривање овога су: минимално обавезно пласирање дела кредитног потенцијала кредитних институција у приоритетне секторе, лимитирање укупног обима кредитних пласмана банака и фиксирање неких каматних стопа у смислу спровођења селективне каматне политике.

1.10. Субјекти монетарно - кредитне политике

Субјекти монетарно – кредитне политике су све оне институције које обављају послове креирања новца, давања кредита, послове са депозитима, обезбеђивање краткорочних и дугорочних средстава за потреба привреде и других сектора друштва (укључујући и девизне средства), као и послове платног промета са иностранством. Заправо то су банке. Међу њима најважнију функцију има централна банка (код нас Народна банка Србије). Основни задатак централне банке с једне стране, и пословних банака с друге стране, састоји се у обезбеђивању унутрашње и спољашње ликвидности привреде.[45]

Ликвидност пословне банке је један од најважнијих фактора који утиче на њену пословну политику у погледу одржавања равнотеже положаја банака. Под ликвидношћу једне пословне банке подразумевамо њену способност да извршава све своје обавезе према комитентима, што значи, да без одлагања извршава све налоге својих комитената на терет средстава која комитенти држе на рачунима код те пословне банке. У појам ликвидности спада и способност банке да одмах стави на располагање комитентима она средства која им је одобрила у виду кредита, јер треба

[45] Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 62

имати на уму да је комитент слободан у располагању тим средствима, што значи да средства која добије путем кредита може употребити за плаћање како комитентима који имају свој рачун код те пословне банке, исто тако и комитентима који имају свој рачун код те пословне банке, исто тако и комитентима који имају свој рачун код других пословних банака. Због потреба ликвидности пословна банка мора да држи резерве ликвидности код централне банке. На ликвидност пословне банке утиче: понашање комитената пословне банке, кредитна политика пословне банке и монетарно – кредитне мере централне банке.

Унутрашња ликвидност подразумева како ликвидност платног промета, тако и ликвидност кредитног апарата. Ликвидност платног промета практично значи да сваки учесник у платном промету може наплатити своја потраживања, што је услов за извршавање његових финансијских обавеза. Ликвидност кредитног апарата, пак, значи способност пословних банака да одговоре својим обавезама у улози давалаца кредита. Другим речима, то подразумева да банке издају кредите у границама свог кредитног потенцијала, како не би долазило до поремећаја у величини кредитног новца.[46]

Спољашња ликвидност подразумева могућност да се одговори обавезама према иностранству, које настају по различитим основама у спољнотрговинском промету. Суфицит или дефицит платног биланса одређују мере које се предузимају у одржавању спољашње ликвидности[47].

[46] Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 62

[47] 'ibid'

2. Инфлација

2.1. Квантитативна теорија инфлације

У економској теорији 19. и почетком 20. века проблем инфлације имао је другоразредно значење. Стална равнотежа Леона Варласа (Leona Walrasa) и А. Маршала (A. Marshalla) у први план је постављала питање структурних односа цена, али не и општи раст цена. Што се тиче општег раста цена, он може настати само кроз пораст новчаног оптицаја. У моделима типа опште равнотеже Леона Варласа, однос између новца и роба не изражава ништа друго осим обичне размере.[48]

Концепт инфлације тражње полази од тога да уз дати ниво цена и надница постоји вишак агрегатне новчане тражње у односу на робне фондове, после чега следи раст цена који треба да их уравнотежи, тј., омогући реализацију целокупног друштвеног производа.

Класична теорија, везујући новчани оптицај за злато, чврсто стоји на позицијама квантитативне теорије новца. Позната Фишерова формула MV=PT показује и да ће пораст количине новца у оптицају у условима мале еластичности производње, уз постојећу просечну брзину оптицаја (V), да доведе до општег раста цена. То значи да ова теорија стоји на позицији неутралног новца. Овај облик инфлације назива се и монетарна инфлација, тј., инфлација куповне снаге.

Равнотежа се успоставља на новом, редовно вишем нивоу цена. Новчана тражња се при томе диференцира на два олика: на ефектину тражњу и платежно способну тражњу.

2.2. Теорија инфлације ефективне тражње

Сваки пораст новчане масе, по Милтону Фридмену (Milton Friedmanu), који прелази темпо раста националног доходка, кроз извесно време доводи до општег

[48] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 249

раста цена. Пораст цена, према квантитативној теорији новца, резултат је експанзионе монетарне полотике. Основу инфлационог процеса монетарнистичка концепција види у променама новчане масе и тражње новца од стране економских субјеката.

Теорија инфлације ефективне тражње полази од тога да је у привреди убризгана већа маса новца од потребне, и да повећана маса новца доводи до веће укупне ефективне тражње.

Инфлација је монетарни феномен, јер настаје као последица претеране количине новца у промету. Инфлација не може да буде без претеране количине новца у оптицају, а не може да буде препуњавања канала новчаног оптицаја без инфлације.[49]

2.3. Кензијанска теорија инфлације

Инфлација тражње може се дефинисати као доходни или кејнзијански приступ. Овде се не полази од претеране количине новца. Формирање и трошење новчане масе увек се може регулисати порезима, пре него што се новац појави на тржишту. Претерана емисија новца може се увек неутралисати повећаним опорезивањем од стране државе. Раст новчане масе и новчаног дохотка изнад расположивих робних фондова одређује и стопу раста цена.

Према Кејнсу под инфлацијом се треба подразумевати пораст платежно способне тражње која не може да се реализује кроз пораст обима производње. Пораст количине новца у привреди која није достигла пуну запосленост, може да представља фактор подстицаја раста производње. Кејнс полази од могућности асиметрије у реаговању производње и цена према агрегатној тражњи. Асиметрија је резултат нееластичности цена и надница наниже. Пад агрегатне тражње довешће до смањења запослености, а само мањим делом до смањења цена. То је навело Кејнса да из своје анализе искључи деловање цена и све односе макроагрегата изрази у – јединици трошкова плата.

[49] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 251

Грешка ове теорије је што повећање цена изводи из односа робе и новца у процесу, што у потпуности игнорише фундаменталне економске законе репродукције и што не повезује раст цена с вредношћу роба и новца које се одређују у процесима призводње. С друге стране, у савременим привредама, цене расту услед претеране тражње и у условима када не постоји пуна запосленост фактора производње, али и недовољна количина новца у привреди.

2.4. Теорија инфлације трошкова

Теорија инфлације трошкова настаје 1950-их година и добија све више присталица, паралелно са развојем инфлације. Нова концепција инфлације примарно значење даје промени у јединици трошкова производње у целом процесу образовања цена. Основни елеменат постаје однос: трошкови – цена. Инфлација је уско повезана са: наднице – цене.

Инфлација не мора увек настати услед вишка новчане тражње изнад датих робних фондова или услед смањења робних фондова уз исту новчану тражњу, већ због пораста трошкова производње. Инфлација трошкова може настати и када постоји потпуна равнотежа између понуде робних фондова и новчане тражње.

Инфлација трошкова може настати порастом плата и профита у условима непотпуне конкуренције. У савеменој економској теорији инфлациони поремећај је резултат пораста трошкова рада, па се у анализи инфлације трошкова поклања највећа пажња анализи понуде и тражње радне снаге. Инфлациони притисак настаје кроз тежњу да се повећају плате, да се уклањају разлике у платама, посебно у условима ограничене мобилности радне снаге, независно од пораста продуктивности рада.

Механизам инфлације трошкова не одвија се само по познатој спирали: плате – цене – трошкови, већ се одвијају и плате – плате, чиме се тежиште пребацује на рад и синдикате, односно њихове сталне захтеве за порастом плата, без обзира на кретање продуктивности рада.

2.5. Теорија структурне инфлације

Дефинисање и давање основних карактеристика структурног типа инфлације битно је и због вођења адекватне политике и примене инструмената стабилизационе политике. Структурна инфлација тешко би се могла одвојити као посебан, чист тип инфлације. Реч је пре свега о мешовитом облику предходна два типа: инфлацији тражње и инфлацији трошкова.[50]

2.6. Инфлаторни процес и инфлаторни механизам

2.6.1. Трансмисиони механизам инфлација

Истраживање узрока инфлације није више довољно, јер је у модерним привредама тешко издвојити иницијални импулс инфлације, пошто се бројни фактори међусобно прожимају и потхрањују. Истраживање механизма трансмисије инфлације указује на њену природу, али и на основни ток који је претвара у кумулативан процес с дуготрајним деловањем, уз истовремено стварање додатних фактора у том процесу, који га претварају у самоодржавајући процес. Ради тога је и тешко открити онај примарни фактор инфлације, то указује због чега је антиинфлациона политика сложена и врло тешка, често с потпуном неизвесношћу у погледу коначних ефеката.

2.6.2. Хиперинфлација и валутна реформа

Хиперинфлација се јавља најчешће у ратним стањима или у непосредном послератном периоду, а везана је за високу буџетску потрошњу и финансирање јавних потреба преко кредитне експанзије. Она може да расте и у мирно време, када

[50] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 258

се води експанзивна политика јавних расхода и стварање високог буџетског дефицита који се покрива чистом емисијом новца.

Хиперинфлација не настаје одједном, већ се развија у дужем периоду. Када узме маха она поприма све веће убрзање, јер долази до допуњавања негативног деловања многих фактора реалне, монетарне и психолошке природе.

Често се излаз из дуготрајне инфлације или хиперинфлације покушава да пронађе кроз валутну реформу. Валутна реформа се спроводи обично у случајевима галопирајуће или хиперинфлације, онда када је та хиперинфлација дуже трајала. Курс замене старе, обезвређене валуте, новом новчаном јединицом обично се одређује арбитрарно. Исто тако, арбитрарно се одређују цене, плате, приходи државе и др. Овом мером се одједном постиже унутрашња монетарна стабилизација на изабраном нивоу цена.

2.7. Инфлација и индексација

Процес сталног раста цена и прерастање средње инфлације у хиперинфлацију доводи до бројних негативних деловања у привредном и финансијском систему. У настојању да се осигура избегавање негативних ефеката хиперинфлације – уводи се индексација. Индексација је процес сталног прилагођавања цена свих фактора производње стопи инфлације (камате, дохоци запослених, курсеви, али и све друге исплате). Механизам индексирања у почетку процеса инфлаторне спирале и стихије је подешен на дужи период (полугодишње или месечно), а затим на краћи период, све до дневног индексирања. Мотив индексације је у заштити дохотка које ствара хиперинфлација.

У сваком случају, индексација може да се третира само као краткотрајан процес у функцији одговарајуће монетарне и фискалне политике, а посебно политике доходака и цена, без чега су негативни ефекти овог процеса, углавном, већи од позитивних деловања у привреди и друштву. То је и разлог што многе неразвијене земље избегавају овај процес, док развијене тржишне економије суочене са ниском стопом инфлације и не осећају потребу за процесом индексације.

2.8. Инфлација, платни биланс и девизни курс

2.8.1. Деловање инфлације на платни биланс

Инфлација у свим привредама има негативно деловање на платни биланс. Домаће цене и трошкови националних привреда су у систему отворених економија повезаних са светским тржиштима, тако да се деловање инфлације аутоматски преноси преко цена на трговински биланс, а негативним променама у трговинском, долази до негативних ефеката и у платном билансу. Уколико је у платном билансу постојала равнотежа – инфлација ће довести до појаве дефицита, а у случају да већ постоји дефицит – инфлација ће тај дефицит потрошити, уколико постоји суфицит платног биланса, инфлација доводи до смањења или нестанка суфицита и прелазак у дефицит.[51]

Деловање инфлације на платни промет углавном се осећа преко деловања инфлационе новчане тражње на извоз и увоз. Увођењем административне контроле увоза и увођењем девизне контроле може се спречити да се вишак домаће новчане тражње реализује на иностраном тржишту.

2.8.2. Инфлација и девизни курс

Деловање инфлације на девизни курс зависи од следећих фактора:

- диспаритета и динамике домаћих цена на иностраним тржиштима,
- кретања трошкова пословања у привреди,
- монетарне експанзије или рестрикције у земљи,
- инфлаторних очекивања,
- психолошких фактора у погледу очекиваних промена девизног курса,
- кретања девизних курсева на иностраним тржиштима,
- одлука владе и мера макроекономске политике других држава, којима штете или девалвирају властите валуте,

[51] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 269

- могућности пласмана домаћег новца у друге облике профитоносне и сигурне активе у условима инфлације,

- поверења у мере владе и економске политике у земљи у односу на инфлацију и девизни курс.[52]

Девизни курс се одређује методом паритета куповних снага.[53] Уколико је куповна снага домаћег новца, пребаченог у девизе, опала на страном тржишту услед веће инфлације у земљи, тада девизни курс постаје нереалан. Прилагођавање курса домаћег новца врши се девалвацијом или сталним прилагођавањем.

2.8.3. Девалвација националног новца

Девалвација је званична одлука монетарне власти која доводи до смањења вредности националне валуте у односу на њен стандард (злато или друге валуте). То је повећање цена стране валуте, односно смањење цена домаће валуте. Девалвацијом се само званично констатује смањење вредности националне новчане јединице, која је, због деловања инфлација у привреди већ изгубила реалну куповну снагу, а привреда због пораста цена и трошкова пословања постала неконкурентна на светском тржишту.

Девалвација је оправдана само онда ако се врши у висини која је потребна да се успоставе курсеви равнотеже. Девалвација може имати јак утицај на национални доходак, запосленост и привредни раст .

Девалвација има и своју негативну страну деловања. Девалвација директно постиче инфлацију. Увозни производи поскупљују за стопу девалвације. Скупљи увозни производи веома брзо се уграђују у цену других роба, чиме се увозна инфлација брзо шири. Она пре свега делује на погоршање животног стандарда становништва, јер ако се не предузму одређене мере превентиве, поскупљење увезене робе се може одразити на ниво домаћих цена.

---

[52] Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 270

[53] 'ibid'

2.8.4. Ревалвација националне валуте

Ревалвацијом се повећава интервалутарна вредност домаће валуте. Ову меру карактерише законско повећање паритета и јачање интервалутарне вредности новца. Ревалвација је последица пораста унутрашње куповне снаге новца, која се постиже: порастом производње и продуктивности рада, дефлацијом, рестриктивном кредитном политиком и смањењем цена.

Ревалвацијом се законским путем доводи у склад номинална вредност новца са његовом реалном вредношћу. Ревалвација као монетарна мера данас се врло ретко користи.

2.9. Стабилност цена као главни циљ монетарне политике

2.9.1. Инфлација и монетарна политика

Монетарне власти могу увек да ограниче стопу инфлације. Такође, довољно рестриктивна монетарна политика може сасвим сигурно да доведе до пада привредне активности, чак и до привредног слома. Сувише мало новца је опасно управо као и сувише велики обим ликвидности у привреди. Наравно треба пронаћи праву меру.

Економисти су сагласни у ставу да је привредни раст олакшан уз монетарну политику која до извесне мере има експанзиван карактер.

2.9.2. Инфлација и принудна штедња

Теорија о принудној штедњи кроз инфлацију ослања се на две претпоставке:

- да инфлација доводи до редистрибуције реалног дохотка и имовине у друштву, и

- да је гранична склоност штедњи добитника од инфлације виша него код губитка од инфлације.

Инфлација је много ефикаснија у преносу дохотка од губитка на добитке од инфлације, него у прикупљању штедње. Инфлација много више смањује реалну потрошњу губитка од инфлације, него што повећава нето штедњу националне економије, јер њен знатан део потроше добитници од инфлације. Стога као механизам за постицање штедње инфлације није само јако неправична, већ и веома неделотворна. Отицање укупне принудне штедње у потрошњу добитника од инфлације изузетно је високо.

IV Глава

3. Девизна политика

3.1. Девизни систем

Систем економских односа са иностранством, као важан део привредног система, треба да обезбеди услове за рационално укључивање националне привреде у међународну поделу рада. То, пре свега, значи да инструменти система треба да омогуће објективну оцену рентабилности ангажовања производних фактора у појединим врстама привредних активности и, на тој основи, идентификацију сектора у којима национална привреда најбоље користи расположиве ресурсе. Извозом производа сектора у којима је национална привреда успешнија омогућава се увоз производа оних сектора у којима је домаћа привреда мање ефективна. Основу система економских односа са иностранством чине два међусобно зависна и чвсто повезана дела: спољнотрговински систем у ужем смислу (режим увоза и извоза) и девизни систем. Девизни систем чини скуп начела и на њима заснованих законских прописа, мера и инструмената којима се регулише начин пословања девизама: девизни курс, могућности и услови стицања, држања и коришћења девиза, начин њихове међусобне замене и замене за домаћи новац и сл. Да би девизни систем могао успешно да обавља функције које су му намењене, неопходно је да се при његовој изградњи узме у обзир конкретни друштвено-економски услови у којима се дата привреда развија и промене до којих долази у међународном економском и политичком окружењу. То значи да се он мора стално прилагођавати новонасталим приликама. Адекватан девизни систем представља неопходан, али не и довољан услов за успешан развој националне привреде и њено уклапање у међународну поделу рада. Ни најбоље постављен систем неће дати задовољавајуће резултате уколико се јављају слабости и поремећаји у домаћим привредним токовима. С друге стране, недоумице у девизном систему могу бити узрочници таквих поремећаја. Девизни систем-као, уосталом, и привредни систем у целини-представља облик

свесног регулисања и усмеравања привредног живота. Својим инструментима он треба да обезбеди економске стимулансе за што потпуније и ефикасније коришћење расположивих људских и материјалних ресурса, да створи такве услове привређивања у којима ће сваки појединац и сваки радни колкетив, радећи добро за себе, радити истовремено добро и за националну привреду у целини.[54]

3.2. Појам девизног курса

Цена по којој се једна национална валута размењује за другу валуту назива се девизним курсом. Од девизног курса треба разликовати девизни (валутни) паритет, који представља званично утврђену вредност националног новца изражену у неком шире прихваћеном именитељу (деноминатору): злату, специјалним правима вучења – СДР, некој стабилнијој и важнијој националној валути и сл. У нормалним приликама девизни курс се креће око девизног паритета, као основе. [55]

За успостављање везе између нивоа цена у земљи и иностранству користи се девизни курс, он служи да иностране цене прерачуна у националну валуту и да у девизама прикаже домаће цене. Ковничком стопом се показивало колико злата је садржано у јединици једне и друге валуте и дибијао се девизни паритет. Девизни курс је могао да се креће само око девизног паритета, између горње и доње златне тачке, тј., тачке увоза и и тачке извоза злата. Када је курс прелазио изнад горње златне тачке, рентабилије је било да се плаћање иностранству изврши извозом злата него да се том курсу прибавља страна валута. Трошковима за транспорт и осигурање злата до земље где треба измирити обавезе одређена је та горња тачка. Након напуштања златног стандарда нестаје и чврста основа за одређивање девизих курсева.

---

[54] Јовановић Гавриловић П., Међународно пословно финансирање, Економски факултет Београд, 2008., стр 23,24

[55] 'ibid'

3.3. Врсте девизног курса

Две су основне поделе девизних курсева:

- према начину њиховог утврђивања разликују се чврсти (фиксни) и променљиви (флуктуирајући, пливајући, флексибилни) девизни курсеви и

- према томе да ли се истовремено примењује више курсева или само један, говоримо о вишеструким (диференцијалним) и јединственим девизним курсевима.[56]

Када је цена девиза утврђена од стране националних монетарних власти и не зависи од понуде и тражње, то је чврсти или фиксни девизни курс. Он се примењује и када је дозвољено да се курс креће у уским границама од 2-3 процента горе или доле од званично утврђеног паритета.

Позитивне стране чврстог девизног курса су углавном следеће:

- пружа поуздану основу за калкулацију у увозним и извозним пословима,

- олакшава утврђивање рентабилности инвестиционих улагања,

- смањује ризик у економским трансакцијама са иностранством,

- позитивно делује на склапање дугорочних пословних аранжмана са страним партбнерима,

- штити националну привреду од краткорочних и стихијских поремећаја на светском тржишту,

- повећава интерес странаца да држе националну валуту,

- сужава простор за шпекулативне трансакције.

Главни недостаци чврстог девизног курса су ови:

- националну економску политику подређује потреби одржавања датог девизног курса,

- неопходне су мере за усклађивање нивоа цена у земљи са нивоом цена у иностранству,

- одгађа неопходна прилагођавања националне привреде измењеним околностима у светској привреди,

- не обезбеђује уравнотежење платног биланса,

---

[56] Јовановић Гавриловић П., Међународно пословно финансирање, Економски факултет Београд, 2008., стр 42,43

- неопходна је строга спољнотрговинска контрола,

- слаби ефекти монетарне политике,

- намеће потребу држања већих монетарних резерви,

- доводи, по правилу, до прецењености националне валуте,

- присутна је могућност да се девалвацијом и, ређе, ревалвацијом преко ноћи изврши велика промена девизног курса, чиме се потиру многе позитивне стране чврстог девизног курса.[57]

Када се говори о променљивом девизном курсу мисли се на то да уколико се цена девиза формира углавном под утицајем понуде и тражње девиза. Велики је значај девизног курса за националну привреду да би се његово кретање препустило стихиским променама на тржишту.

Позитивне стране променљивог девизног курса су следеће:

- обезбеђује већу аутономност у вођењу економске политике,

- олакшава уравнотежење платног биланса,

- благовремено упућује домаћу привреду на потребна прилагођавања у складу са променама у међународном економском окружењу,

- чини непотребним предузимање мера ради усклађивања националног нивоа цена са нивоом цена у иностранству пошто ту функцију обавља сам курс,

- смањује потребу држања великих монетарних резерви,

- није неопходна строга спољнотрговинаска и девизна контрола,

- боље је дејство мера националне монетарне политике,

- спречава, у принципу, прецењеност и потцењеност националне валуте.

Променљиви девизни курс има, наравно, и недостатке:

- нема чврсте основе за калкулације о рентабилности извозних и увозних послова,

- не обезбеђује постојане критеријуме за оцену рентабилности инвестиционих улагања,

- повећава ризик у економским трансакцијама са иностранством,

- излаже домаћу привреду неконтролисаним утицајима свих краткорочних и стихијских промена на светском тржишту,

---

[57] Јовановић Гавриловић П., Међународно пословно финансирање, Економски факултет Београд, 2008., стр 44

- обесхрабрује закључивање дугорочних пословних аранжмана са иностраним партнерима,

- повећава могућност за обављање шпекулативних послова. [58]

Када се узму наведене карактеристике обе врсте девизног курса долазимо до тога да избор није ни мало лак, због тога се долази до тога да се нађе неко треће решење, које би покупило све предности и једног и другог курса са што мање њихових недостатака. Вишеструки (диференцијални) девизни курсеви је истовремено примењивање више девизних курсева са различитим распоном између њих. Поред њега јавља се и јединствени девизни курс Сви привредни субјекти се налазе у истој позицији и кад продају и кад купују девизе, тј. цена девиза је иста за увознике и извознике, за робни и неробни промет, за све гране.

3.4. Промене девизног курса

Добро је знати какве се промене девизног курса могу очекивати у будућности добро је знати да би имали успеха у међународним пословима. Прогноза ће бити тачнија уколико је реч о краткорочним позајмицама и другим трансакцијама, које ће се завршити у блиској будућности. Код дугорочних зајмова, заједничких улагања, директиних инвестиција, на дугорочном плану прогнозирање кретања девизних курсева је пуно теже, самим тим и прогнозе су мање поуздане.

Фактори који утичу на промене девизних курсева су:

- први, најважнији: стопа инфлације у односним земљама.

- стање платног биланса је у одређеној мери последица нивоа девизног курса, као и узрок промена самог девизног курса.

- већа спољна задуженост намеће потребу депресијације националне валуте како би се кроз постицај извоза и декуражирање увоза обезбедио већи девизни прилив.

- висина каматних стопа утиче на понуду и тражњу појединих валута и на њихове девизне курсеве.

---

[58] Јовановић Гавриловић П., Међународно пословно финансирање, Економски факултет Београд, 2008., стр 45,46

- убрзани темпо научно-технолошких прогреса, чиниће производе те земље примамљивим на светском тржишту, девизни курс ће јачати, а тражња валуте ће расти.

- јачање националне валуте може уследити и након открића и коришћења нових природних ресурса.

- на позицију националне валуте брзо видеће се брзо учинак и примена мера монетане политике.

- лоша политичка ситуација у земљи, па чак и у региону, може утицати на кретање девизних курсева.

3.5. Конвертибилност валуте

Конвертибилност значи заменљивост, а у монетарној теорији се употребљава у смислу могућности замене новца за злато или за неку другу чврсту валуту. У систему златног важења са оптицајем златника, новчанице су биле потпуно заменљиве за злато. Конвертибилност једне валуте за другу вршила се по фиксном курсу на основу односа њихових ковничких стопа.[59]

У послератном периоду важења система златних девиза, конвертибилност валута се јавља у три облика. Први, потпуна конвертибилност новца за девизе постоји онда када се домаћа валута може заменити за друге чврсте валуте у неограниченим односима. Други, облик конвертибилности је делимична заменљивост, односно конвертибилност постоји само за стране имаоце домаће валуте, без обзира на основ насталог потраживања иностранства према домаћим банкама. Трећи, облик конвертибилности је такође делимична конвертибилност која се односи само на текућа плаћања и потраживања, која су настала на основу текућих трансакција у билансу плаћања. Из горе наведеног, да се закључити да класични облик конвертибилности валуте не постоји више нигде у свету. Општа карактеристика данашње конвертибилности валута је постојање само извесних облика екстерне конвертибилности уз низ девизних ограничења и контрола, што значи да се ради о ограниченој или условној конвертибилности. Да би нека валута

[59] Јовановић М., Рибаћ С., Монетарне и јавне финансије,ВПШСС Блаце,2008, стр 96

могла постати конвертибилна неопходно је да испуни одређене економске претпоставке, а најважније су: постизање одређеног нивоа унутрашње економске стабилности земље, релативна стабилност унутрашњих цена робе и услуга и економско јачање њеног међународног положаја.

3.6. Формирање девизног курса

Један од првих приступа који теоријски објашњава формирање девизног курса на девизном тржишту, извор понуде и тражње за валутама на девизном тржишту проналази у токовима увоза и извоза. Извоз у одређеном периоду генерише понуду одређене валуте, а увоз истовремено генерише тражњу за одређеним валутама. Сам механизам формирања девизног курса лако ћемо уочити на једноставном примеру извоза и увоза две земље. Предпоставимо да домаћи и страни извозници вредности свог извоза наплаћују у националној валути. Ова претпоставка нас у суштини уводи у механизам формирања понуде и тражње за девизама на девизном тржишту, а самим тиме, и механизам формирања девизног курса. Наиме, када страни увозник врши плаћање домаћем извознику он на девизном тржишту генерира понуду девиза која је неопходна за куповину националне валуте како би се извршиле обавезе према извознику. Слично страним увозницима, домаћи увозници генеришу тражњу девизама како би извршили своје обавезе према страним извозницима.[60]

[60] Јовановић М., Рибаћ С., Монетарне и јавне финансије,ВПШСС Блаце,2008., стр 15.

V Глава

Анализа монетарне и девизне политике Европске централне банке у периоду 2004-2012.

Монетарна политика ЕЦБ у 2004. години

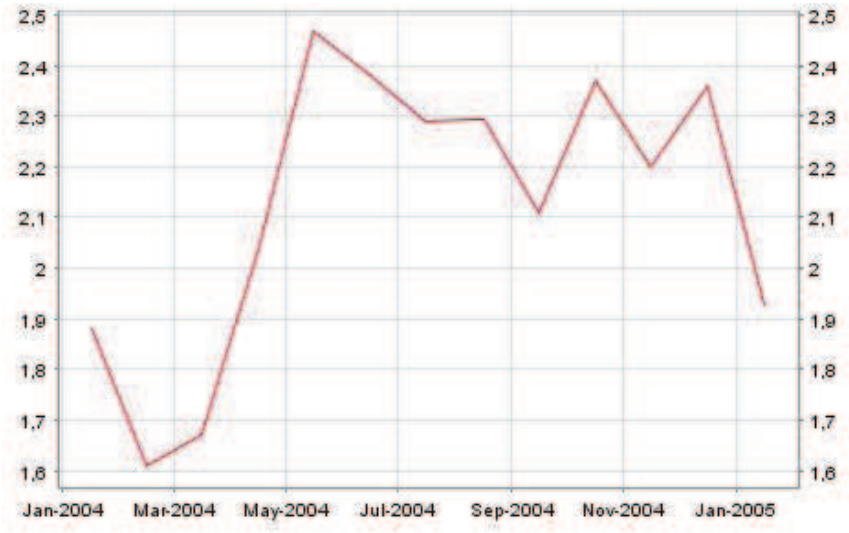
1. Одлуке монетарне политике

Опоравак економске активности у евро зони, који је започет у другој половини 2003. год., наставио се у 2004. год. Економија евро зоне је ојачала у првој половини године захваљујући снажном расту глобалне економије. У другој половини 2004. год., економска активност евро зоне је ослабила делом због повећања цена нафте. Све у свему, БДП (бруто домаћи производ) је порастао за 1.8% у 2004. год.,0.5% у 2003. год. и 0.9% у 2002. год.

Супротно овом постепеном економском опоравку, основни инфлациони притисци су остали обуздани, значајно имајући корист од пригушених повећања у компензацији рада. Незнатно поштовање евра у успешним номиналним терминима такође је довело до смањења инфлационих притисака. На стопу инфлације у 2004. год. битно су утицала повећања административних цена и индиректних такси, и посебно у другој половини године, повећања цена нафте. На основу свега тога, годишња ХИЦП (хармонизовани индекс потрошачких цена) инфлација у 2004. год. остала је непромењена од претходне године 2.1%. У оваквом окружењу притиска домаћих цена и позитивном погледу на стабилност цена, Савет ЕЦБ је одржао кључне каматне стопе непромењеним током 2004.год. на историјски ниским нивоима. Најмања понуђена стопа главних рефинансирајућих операција ЕЦБ је задржана на 2%, док су стопе депозитних олакшица и маргиналних олакшица кредитирања задржане на 1% и 3%. Детаљнијим погледом на одлуке монетарне политике у првим месецима године потврђује се континуитет постепеног економског оправка који је започет у другој половини 2003. год. На другој страни, извоз је успео да се опорави помогнут јаком динамиком светске економије. Као додатак, веома повољни финансијски услови унутар евро области и побољшани изглед за корпоративну зараду, одражавајући се на подешавања балансних папира, створили су позитивну слику за инвестирање. Са погледом на приватну потрошњу, постепен опоравак је очекиван на основу присутног повећања код расположивог дохотка и постепеног побољшања услова радног тржишта. Са погледом на цене, ХИЦП инфлација се спустила испод 2% на почетку 2004. год., највише због попуштања инфлационих притисака на основу постојања евра последњих месеци 2003. год. и основних ефеката који потичу из јаких повећања енергетских цена на почетку 2003. год. Годишњи М3 раст у првом кварталу 2004. год. је наставио тренд опадања

започет у лето 2003. год. Не одолевајући нормализацији посматраној у расту М3, променљивост вредности и новца, задржала се унутар евро области, значајно више од потребног за финансирање не-инфлационог економског раста. Савет је проценио изглед за стабилност цена као повољан у првом кварталу 2004. год.[61]

Слика бр. 6. Кретање инфлације у 2004. год.



[62]

Економски раст у другом кварталу 2004. год. најавио је два супротна могућа сценарија. Са једне стране, доступни извештаји су указивали на снажан развој глобалне економије и веома повољну слику за извоз у евро областима. На другој страни, цене нафте су почеле да расту после марта 2004. год., постепено намећући ризике. Све у свему, током другог квартала, први сценарио је превагнуо и економски показатељи су потврдили раст опоравка. До краја другог квартала извештаји су показали да је економски опоравак у првој половини 2004. год. био наглашенији од претходно очекиваног, хранећи оптимизам о погледу на економски раст. Реални БДП је растао, у просеку, за 0.6% сваког четвртог месеца у првој половини године и то је највећа стопа забележена у евро области од прве половине 2000. год. Моменат опоравка углавном је утицао на снажне извозе, и следећи дужи период стагнације.

[61] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.

[62] http://sdw.ecb.europa.eu/

Насупрот овоме, у јуну 2004. год., пројекције колегијума Евросистема су запазиле пораст реалног БДП раста између 1.4% и 2.0% у просеку 2004. год. и раста између 1.7% и 2.7% у 2005. год. Прогнозе интернационалних и приватних организација су се подударале са очекивањима јачајућег економског тренда у другој половини 2004. год. Брзи раст цена нафте је довео до краткорочних повећаних притисака на потрошачке цене и имао је велики утицај на инфлацију. Стопе ХИЦП инфлације су се поново повећале у другом кварталу 2004. год., делом као резултат повећања административних цена и индиректних такси. Међутим, током анализе трендова цена, Савет је приметио да је могуће да инфлациони притисци остану обуздани, посебно код очекивања да ће повећања надница (зарада) остати умерена у контексту постепеног побољшања радног тржишта и постепеном темпу економског опоравка. Ови погледи су се подударали са пројекцијама колегијума Евросистема, који су означили просечну годишњу ХИЦП инфлацију између 1.9% и 2.3% у 2004. год., и 1.1% и 2.3% у 2005. год., и били су сагласни са прогнозама интернационалних и приватних организација.

Стопа годишњег раста М3 је назадовала у другом кварталу 2004. год., одражавајући се на даљу нормализацију понашања држалаца новца. Међутим, овај процес нормализације се наставио веома споро тако да је раст М3 остао релативно високо, а такође и због стимулативног ефекта ниских каматних стопа на захтев за променљивости вредности новца. Савет је био веома забринут због преобиља променљивости вредности и новца у евро областима, који би могао да доведе до пораста инфлационог притиска.

Постало је јасно да ће се опоравак активности у еуро областима наставити у нешто умеренијим ритмом од предвиђеног. Овај развој је проистекао углавном из привременог успоравања светског економског раста, даљег суштинског повећања цена нафте у трећем кварталу и запаженом расту евра у последњем кварталу. Током друге половине године, извештаји су потврдили да је удар већих цена нафте наставио ширење, обесхрабрујући раст како унутар, тако и изван евро области. Реални БДП раст у евро области је био 0.2% на квараталу у трећем и последњем кварталу 2004. год. Пројекције колегијума Евросистема објављене у децембру 2004. год., су указале на реални ГДП раст у распону од 1.4% до 2.4% у 2005. год и између 1.7% и 2.7% у 2006. год. Савет је нагласио да постоје ризици од опадања за ове пројекције, повезани са потенцијалним непожељним развојем на тржишту нафте.

Обазирући се на развој цена, током друге половине 2004. год. годишња ХИЦП стопа инфлације је наставила да стоји мало изнад 2%, углавном као резултат повећања цена нафте. Међутим, није било назнака гомилања снажних притисака инфлације. Повећање надница (зарада) остало је обуздано од задњег квартала 2003. год.

Ниске каматне стопе су додатно повећале захтеве приватног сектора за кредитом. Захтеви за позајмице за куповину некретнина су се повећали иако су били веома високи, доприносећи снажној динамици цена некретнина у неколико земаља евро области. У овом контексту, Савет је приметио да упорно висока променљивост вредности и новца, као и снажан раст кредита, сматрани су не само као ризик за стабилност цена, већ и као могући извор повећања вредности цена, нарочито у имовинским тржиштима. На почетку 2005. год. оваква слика се није значајније променила. Све у свему, у другој половини 2004. год. и на почетку 2005. год, Савет је изразио забринутост за негативан краткорочни развој инфлације. У исто време је примећено да нема индикација да се инфлациони притисци е евро зони нагомилавају. Насупрот овоме, кључне каматне стопе ЕЦБ су биле непромењене током овог периода. Савет је ипак нагласио да је због броја ризика на стабилност цена потребна велика опрезност.[63]

1.1. Монетарни, финансијски и економски развој

Насупрот позицији монетарне политике и развојем тржишта, на монетарну динамику у 2004. год. утицале су две супротне снаге: на једној страни ниске каматне стопе, а на другој страни нормализација ауторизације листе инвестирања становника евро области на основу њиховог текућег стања између 2001. год. и средине 2003. год. У првој половини 2004. год. средњи удар на раст М3 је доминирао и годишња стопа раста је наставила да успорава, опадајући на 5.3% у јуну 2004. год. Годишња стопа раста М3 је поново ојачала у другој половини 2004. год на 6.4% на крају године, тако што су стимулативни удар ниских каматних стопа и ниски трошкови

[63] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.

држања новца предњачили, ојачани обновљеним опадањем дугорочних каматних стопа. У исто време, монетарна динамика у 2004. год. је такође рефлектовала чињеницу да је производни раст јачи него прошле године.[64]

Слика бр. 7. Кретање М3 у 2004. год.



[65]

Стимулативни удар ниског нивоа каматних стопа на држање новца може бити веома јак када су каматне стопе веома ниске. Ово може бити због постојања трансакционих трошкова који су повезани са променама изван ефекта текућег стања што би даље могло да смањи трошкове држања таквих вредности. Требало би нагласити да је исправљена процена М3 окружена дозом несигурности и због тога би је требало тумачити са великим опрезом. Током последњих три квартала 2004. год. званична стопа М3 раста је била испод годишње стопе раста исправљених М3 серија, показујући да је нормализација умерена. Међутим, чињеница да је и стопа раста званичне М3 серије, као и исправљене М3 серије, ојачала у другој половини 2004. год. може указати да је стимулативни удар повезан са ниским нивоом каматних стопа био покретна сила М3 динамике. Као што је био случај у 2003. год., главни допринос раста М3 у 2004. год. је дошао из компоненти текућег стања, нпр.оне које су садржане у суженом монетарном агрегату М1. Овај допринос је био резултат

[64] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.

[65] http://sdw.ecb.europa.eu/

суштинских повећања у поседовању и валуте у протоку и брзих депозита. Пораст валуте у оптицају се одразио на снажан захтев за евро новчанице, како унутар тако и изван евро области. Растућа стопа депозита је остала поприлично висока у 2004. год., помогнута веома ниским могућим трошковима држања ових депозита. Просечне каматне стопе брзих депозита домаћинстава и не-финансијских корпорација су углавном остале непромењене у поређењу са крајем 2003. год., на нивоу од 0.73% и 0.9% крајем 2004. год. Ово се одразило на развоје на тржишту новца у 2004. год. Допринос годишњем М3 расту краткотрајних депозита за разлику од брзих депозита је био око 1.1 % у 2004. год., знатно ниже од 2003. год. Овај нижи допринос се углавном одразио на развој код краткорочних депозита, док су краткорочни депозити штедње снажно јачали. Допринос тржишних инструмената на годишњу стопу М3 раста се смањио на 0.4% у 2004. год од 1.2% у претходној години. Ово се посебно одразило на снажан пад годишње стопе раста фонда акција, јединица новчаног тржишта. Ове вредности су често у поседству домаћинстава и фирми као сигурно средство штедње у временима економске и финансијске несигурности, и чињеница да се њихов раст успорио, рефлектује нормализацију понашања ауторизације листе инвестирања код становника евро области у 2004. год.

1.2. Раст кредита монетарно финансијских институција

Развоји супротних страна М3 су потврдили утицај две супротне силе на монетарну динамику. Са једне стране, снажнији раст код дугорочнијих финансијских обавеза МФИ-а (монетарно финанасијска институција), и, у првој половини године, слабији раст код спољних мрежних вредности, одразио се на попуштање прошлих мењања листа инвестирања у М3. Са друге стране, снажнији раст позајмица МФИ код приватног сектора се одразио на доминантно ниски ниво каматних стопа. У првој половини 2004. год., капитални изливи из евро области су остали снажни, док су слабији капитални уливи довели до опадања у годишњем току спољних мрежних вредности евро области сектора МФИ. Такви капитални изливи су били резултат куповине вредности становника евро области од становника не-евро области, један аспект нормализације понашања ауторизације листе

инвестирања становника евро области. Прва половина 2004. год. је такође доживела уздржану експанзију дугорочних финансијских обавеза МФИ (искључујући капитал и резерве), која је била сагласна са текућом нормализацијом понашања ауторизације листе инвестирања, када су фондови промењени са текућих монетарних вредности на дуже зрелије инструменте. У другој половини 2004. год. настављени раст МФИ кредита приватног сектора навео је да тај део буде доминантан фактор покретача М3 динамике. Динамика МФИ позајмица приватног сектора је била базирана на основу главних не-финансијских сектора. Растући притисак на М3 динамику је такође био повезан са преокретом претходног тренда назадовања у годишњем оптицају спољних фактора економске вредности, Просечни допринос спољних фактора економске вредности на годишњи раст М3 се повећао са 1.1% у другом кварталу2004. год. на 2.2% у последњем квараталу. У исто време, раст дугорочних финансијских обавеза МФИ (искључујући капитал и резерве), је ојачао.

1.3. Текуће стање

Јачина М3 агрегата током 2004. год. наговестила је даље повећање дозвољених мера додатног текућег стања, што је назначило текуће стање доступно у евро областима које прекорачује износ потребан за финансирање не-инфлационог раста. Прва од ових мера је номинални продор новца, што је дефинисано као разлика између стварног нивоа М3 и М3 нивоа који би се појавио као резултат сталног раста М3 са његовом референтном вредношћу од 4,5 %, узимајући децембар 1998. год. као базични период; друга од мера је реални продор новца, који коригује номинални продор новца за додатно текуће стање, које је апсорбовано од прошлих развоја цена. И трећа мера је алтернативно мерење стварног продора новца које је састављено користећи процену М3 исправљену за мењање листе инвестирања. Код процењивања ових мерења, треба наговестити да је одабир месеца децембра као базичног периода био насумичан. Нивои мерења се због тога морају тумачити са опрезом. Чак, процена М3 исправљена за мењање листе инвестирања је обављена степеном несигурности. Са овим упозорењима на уму, све процене продора новца су порасле у другој половини 2004. год., са знацима нивелисања из прве половине

године. Велике разлике између мерења правог продора новца на основу официјалне серије М3 и оне исправљене за процењени удар смена листа инвестирања указују на то да је више акција вишка текућег стања рефлектовало претходне смене листе инвестирања у М3. Ови нивои додатног текућег стања сигнализирају ризике на полугодишњу стабилност цена.[66]

1.4. Раст цена

ХИЦП инфлација је остала на нивоу од 2.1% у 2004. год. у евро областима, непромењена у односу на претходну годину. Више цене нафте и даља повећања индиректних такси и административних цена били су разлог за вршење притиска на повећање цена. Настали су на основу даљег јачања евра, потчињених услова захтева и пада годишње стопе раста необрађених цена хране. Ипак, упркос уочљивом удару развоја цена нафте на цене потрошача евро области, није било пуно доказа о нагомилавању инфлационих притисака на економију евро области. Цене произвођача су расле просечном годишњом стопом од 2.3% у 2004. год., у поређењу са 1.4% у 2003. год., највише због повећања енергетских и средњих цена добара. Слично са овим, повећања плата су остала обуздана у 2004. год., у контексту текућег средњег раста и развоја радног тржишта. У јануару 2005. год., ХИЦП инфлација је пала на 1.9% ,са падом од 0.5% у поређењу са децембром 2004. год. Овај пад је био базиран код свих компоненти ХИЦП инфлације и делом вођен основним ефектима. Такође је рефлектовао додатне корисне утицаје из пада годишње стопе раста енергетских цена, пада цена необрађене хране и дубљих попуста сезонских распродаја у неким земљама евро области.

[66] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.

1.5. Инфлација

Променљиве компоненте ХИЦП посебно код енергетских и у мањој мери, цена необрађене хране, објашњавају образац инфлације у 2004. год. Цене нафте су биле више од очекиваних у 2004. год. У децембру, просечна цена бурета Брентове сирове нафте у еврима је била 25% изнад његовог просека у децембру 2003. год. Ово је довело до директног повећаног притиска на цене потрошње енергије у евро областима, које су порасле у просеку за 4.5% у 2004. год., после 3.0% у 2003. год. Њихов допринос од 0.4% на просечну годишњу инфлациону стопу био је највиши у протекле четири године. Вођена снажним ефектима енергетских компоненти ХИЦП инфлација је опала за око 1.7% на годину у првом кварталу 2004. год. Затим је почела да расте упоредо са неочекиваним повећањима енергетских цена и достигла 2.5% у мају. Овај растући притисак је противтежио средњем удару цена необрађене хране, код којих је годишња стопа раста опала од 2.1% у 2003. год. на 0.6% у 2004. год. Током лета и јесени, цене необрађене хране, обесхрабљене повољним временским условима, имале су осредњи утицај на свеукупне развоје ХИЦП. Међутим, ХИЦП инфлација је остала на нивоу нешто вишем од 2% до краја године. Други извори спољних инфлационих притисака су такође деловали током 2004. год. Не-нафтне робне цене су се нарочито повећале у првој половини године, пре контролисања. Међутим, значајно уважавање евра је донекле избалансирало инфлациони притисак и на нафтне и на не-нафтне робне цене. Преостале, мање обимне компоненте ХИЦП су допринеле упорности инфлације у 2004. год., видно, захваљујући развојима индиректних такси и административних цена. Као и у 2003. год., даља повећања дуванских такси су уведена у неколико земаља евро области, значајно доприносећи притиску на цене обрађене хране. Због тога су цене обрађене хране порасле на 3.4% у 2004. год., у поређењу са 3.3% у 2003. год. Годишња стопа промене цена не-енергетских индустријских добара је остала на 0.8% у 2004. год., непромењена из 2003. год.

1.6. Новчана маса

Пратећи годишњу стопу раста од 22% у 2003. год., вредност евро новчаница у оптицају је порасла за 15% у 2004. год., од 436.1 на 501.3 билиона евра. Број евро новчаница у оптицају се повећао за 6.8% (у поређењу са 10.1% у 2003. год), са 9.0 на 9.7 билиона. Вредност новчаница у оптицају је расла много брже још од промене новца, што одражава снажно повећање броја високо вреднованих новчаница у оптицају. Наснажније повећање потражње у 2004. год. је било за новчаницу од 500 евра, од 28.4%. Повећања циркуларне стопе раста од 12.4% и 13.5% су захватиле и новчанице од 50 и 100 евра. Свеукупан раст броја новчаница у оптицају од 5,10,20 и 200 евра је био веома умерен све до појаве новчаница у 2002. год., иако развоји могу да варирају од земље до земље. Само током врха сезоне могла је да се појави појачана потражња новчаница од 10 и 20 евра, зато што су се углавном користиле за дневне трансакције. У случају новчанице од 50 евра, виши раст и сезонске промене су биле забележене. Циркулација новчаница од 5 и 100 евра забележила је само умерене сезонске варијације, док новчанице од 200 и 500 евра нису пратиле ниједан сезонски образац. Јасно је да сама потражња трансакционих сврха у еуро областима не објашњава трајно повећани тренд у захтеву за ове вредности новчаница, али и да остали фактори морају имати неку улогу у томе. Један такав фактор може бити растући интернационални захтев за евро новчанице. Скорије анализе показују да се око 10% до 15% новчаница у оптицају се држе изван евро области.[67]

Током 2004. год., вредност евро металног новца у оптицају се повећао за 9.1%, од 14.1 билиона на 15.3 билиона евра. Укупни број евро металног новца у оптицају је порастао за 14.8%, да би се задржао на 56.2 билиона. Од почетка 2003. год. постоји сталан раст броја металног новца у циркулацији, док се запремина вратила на почетни ниво од 40.4 билиона новчића.

Депозити и повлачења евро новчаница су били прилично стабилни за све НЦБ (националне централне банке) евро области од другог квартала 2002. год. Промене у месечним депозитима и повлачењима су се углавном одразиле на уобичајне сезонске варијације у потражњи новчаница. Укупно 29.4 билиона евра је било обрађено од стране НЦБ евро области у 2004. год., што је било слично износу

[67] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.

у 2003. год. Између јануара и децембра 2004. год., укупно 30.4 билиона новчаница је било разматрано и 29.7 билиона враћено НЦБ. Учесталост враћања новчаница, измерена као однос депозитних новчаница у НЦБ и новчаница у оптицају, је остала релативно стабилна од 2002. год., и у 2004. год. је била на 3.4 пута годишње 3.8 билиона неисправних новчаница је уништено у 2004. год.

1.7. Креирање новца

У децембру 2004. год., Савет се сложио о принципима и циљевима у погледу улоге Евросистема и одговорности у циклусу готовине. Дефиниција његове улоге и одговорности ће допринети реализацији јединствене области евро плаћања. Такође обезбеђује поуздани оквир за партнере Евросистема у циклусу готовине. Савет није реализовао потпуни систем за готовинске сервисе евро области. Док је уклапање и стандардизација од стране ЕЦБ потребна, НЦБ су одговорне за попуњавање на националном нивоу, узимајући у обзир национално економско окружење и структуре банкарства и постојећу мрежу НЦБ.

Укупно 1.6 билиона новчаница је било креирано у 2004. год., у поређењу са 3.1 билион у 2003. год. Ова значајна редукција у продукцији у 2004. год., примарно је била због ниже потребне замене од очекиване у 2003. год. Од 2002. год. Продукција евро новчаница је била додељена НЦБ према децентрализованом продукцијском сценарију. Према овом договору, свака НЦБ евро области је одговорна за набављање потребног дела од тоталне потребе за одређене вредности новчаница. Договори око будуће набавке новчаница се налазе у Директиви ЕЦБ, усвојеном од стране Савета у септембру 2004. год. Директива утврђује процедуру тендера за продукцију евро новчаница, која ће бити додата најкасније до 1. јануара 2012. год. Додавање ове процедуре ће предходити транзитни период, који ће дозволити НЦБ и штампарском раду обимно време за припрему за процедуру. Тај транзитни период неће почети пре 1. јануара 2008. год. Циљеви ове процедуре су да се обезбеди једнаки третман свих који би желели да учествују на тендеру, као и гаранцију за наставак сигурне производње новчаница. Правила тендера која се налазе у Директиви ће се применити на целокупан захтев новчаница у Евросистему.

1.8. Операције на отвореном тржишту

Одговарајући фактори економске вредности могу да се користе изван националних граница да би заложили све типове кредитних операција Евросистема помоћу ЦЦБМ (одговарајући модел централног банкарства) или помоћу одговарајућих веза између система хартија од вредности насеља ЕУ (ССС). Евросистем обезбеђује ЦЦБМ, док су одговарајуће везе решење тржишта. Количина залога изван граница се повећала са 305 билиона евра у децембру 2003. год, на 370 билиона у децембру 2004. год. На крају 2004. год., залог изван граница је износио 43.89% од укупног залагања. Ове цифре потврђују тренд посматран протеклих година о повећаној интеграцији финансијских тржишта у евро областима и појачаној жељи супротних страна да у свом поседу држе факторе економске вредности који су издати у другој земљи евро области.

1.9. Кооперација у кризним ситуацијама

Основа за сарадњу централних банака и власти за надгледање банкарства у области кризног менаџмента је наставила да се побољшава. У јуну 2004. год., централне банке и супервизори нових земаља чланица су се сложили да се придржавају Меморандума Разумевања (МоУ) о кооперацији у кризним ситуацијама менаџмента, који је потписан од стране других ЕУ централних банака и супервизора марта 2003. год. Овај меморандум се састоји од сета принципа и процедура за изванграничну сарадњу између ових институција у кризним ситуацијама. БСЦ и Комитет супервизора Европског банкарства (ЦЕБС), су саставили заједнички задатак у случају кризних ситуација који укључује све представнике свих ЕУ супервизора банкарства и централних банака. Њихов задатак је да развију предлоге за даље побољшање сарадње, посебно за боље деловање у кризним ситуацијама, што се тиче контекста везаног за иностранство. Такође ће допринети раду Економског и Финансијског комитета у погледу кризе менаџмента.

1.10. Интернационална питања

Макроекономски програми глобалне економије, нарочито они које су спровеле индустријске земље, веома су битан елемент интернационалниг окружења, на које ЕЦБ мора да рачуна у спровођењу њене монетарне политике и других задатака. Евросистем учествује у надгледању ових програма помоћу интернационалних финансијских институција које заузимају место углавном на састанцима ИМФ (извршног одбора), ОЕЦД (Организације за економску ко-операцију и развој), Г7 финансијских министара и гувернера централне банке, и Г10 гувернера централне банке. Циљ ЕЦБ је да замени погледе и прегледа опције програма који се спроводе на стабилно макроекономско окружење, здраве макроекономске политике и стабилност цена у евро области. Глобално политичко окружење у 2004. год. је карактерисано снажним економским растом и углавном је садржало инфлационе притиске. Постојало је почетно одбијање код количине производње у многим напредним економијама, и у Латинској Америци, поклапајући се са настављеном стопом раста у надолазећим тржиштима у Азији и источној Европи. На другој страни, глобална неравнотежа, укључујући спољну неравнотежу УС економије, остала је упорна, чак и проширила. У неколико прилика, ЕЦБ је нагласила ризике и несигурности за настављање таквих неравнотежа. ЕЦБ дели поглед интернационалног друштва да постоје три кључне потребе за процес прилагођавања: адресирање мањка уштеђевина, инвестирања у дефицитним областима; задржавање вишег уздржаног раста кроз структуралне реформе у земљама са веома ниским потенцијалним растом; и промовисање флексибилности стопе замене за веће земље и регионе код којих нема таквих флексибилности. Г7 друштво је у 2004. год. и фебруару 2005. год. нагласило да би стопе размене требало да нагласе економске основе и да су додатне промене и неуредни покрети код стопа размена непожељни за економски развој. Повећана важност земаља источне Азије за глобалну економију, која се одразила у њиховом значајном доприносу за раст и размену количине светске производње, била је главно питање у 2004. год. ЕЦБ је помно пратила развоје у овим земљама и ојачала своје директне везе са азијским централним банкама, заједно са Монетарном влашћу Сингапура, семинара високог степена заједно са 11 гувернера из егзекутивног састанка источне Азије-Пацифика централних банака (ЕМЕАР), гувернера НЦБ евро области и Председника ЕЦБ. Овај

догађај, који се одиграо у Сингапуру јула 2004. год., се фокусирао на растући економски утицај многих земаља источне Азије, улоге интернационалних валута, и регионалне ко-операције и интеграције. Главни оптицаји за надолазећа економска тржишта, која ЕЦБ стално прати, су остали велики у 2004. год, као и економско представљање ових земаља уопште. Пресудни фактори су били повољни спољно-финансијски услови, високе интернационалне цене извоза робе и повећање код захтева за увоз од стране напредних економија. Као резултат су забележени висина текућих рачуна и ниво спољних дугова се смањио, иако је количина дуговања у неком земљама остала повећана. После привременог проширења у другом кварталу 2004. год., развоји надолазеће тржишне везе су се вратила на ниске нивое на историјским стандардима касније у години.

1.11. Сарадња са земљама изван ЕУ

Евросистем је наставио да изграђује контакте са заједницом централног банкарства изван ЕУ, углавном кроз организације семинара и радионица али такође и техничке подршке. Циљ је сакупљање информација и размена погледа на економске и монетарне развоје у различитим регионима света са потенцијалним утицајем на глобално економско окружење или развојима у евро области. Пројекат техничке помоћи Евросистема са Централном Банком Руске Федерације (ЦБР), финансиран од стране ЕУ унутар његове Техничке Подршке за програм добробити независних држава (ТАЦИС), био је уведен као што је и било планирано. Уведен у новембру 2003. год., циљ овог двогодишњег програма је даље јачање функције надгледања банкарства ЦБР, као кључне мере за стабилније финансијско окружење у Русији. План за припремање пројекта, око кога су се у јануару 2004. год. сложили ЦБР на једној страни и 9 НЦБ евро области, 3 експерта за надгледање и ЕЦБ на другој страни, предвидео је 64 курса, 8 посматрачких посета и 4 семинара високог нивоа. До краја 2004. год., 34 курса, 4 посматрачке посете и 2 семинара су одржана. Отприлике 400 запослених у ЦБР је учествовало. У мају 2004. год., Евросистем је одржао свој први билатерални семинар са ЦБР у Хелсинкију, који је координирао Суомен Панки-Финска Банка и ЕЦБ. Овај семинар се фокусирао на политику монетарне и разменске стопе, покретљивост слободног капитала, економских веза

између ЕУ и Русије, укључујући трговинску политику, као и развоје банкарског система и питања стабилности финансијског сектора. Евросистем је успоставио оквир за кооперацију са централним банкама на Медитерану. У јануару 2004. год., његов први семинар са гувернерима централне банке из партнерских земаља Барселоне је одржан у Непалу, заједнички организован од стране ЕЦБ и Банке Италије. Пратећи техничку радионицу у септембру 2004. год., други семинар је одржан у Кану, фебруара 2005. год., кога су организовале ЕЦБ и Банка Француске. Овај семинар се фокусирао на недавне финансијске и монетарне развоје на Медитерану, економске везе између евро области и медитеранских земљи, као и на независност централне банке. На западном Балкану, ЕЦБ је иницирала везе са централним банкама на нивоу старијег менаџмента низом посета, укључујући и посету Централној банци Босне и Херцеговине и Националној Банци Србије. Ове посете су послужиле сврси развоја дијалога ЕЦБ и централних банака ових земаља, будући да су оне потенцијалне земље кандидати ЕУ. Евросистем је такође циљао да побољша његово разумевање развоја у систематски важним економијама Латинске Америке. ЕЦБ, заједно са Централном Банком Бразила, Банком Португалије и Банком Шпаније је организовао други семинар Евросистема и Централних Банака Латинске Америке, новембра 2004. год. у Рио де Женеиру, коме је претходила припремна техничка радионица одржана у Лисабону. Учесници су расправљали о могућим рестрикцијама увођења монетарне политике које произилазе из фискалних политика, рањивости дугова и карактеристика финансијског система. На средњем Истоку, ЕЦБ је даље развила своје везе са Генералним Секретаријатом савета сарадње залива (ГСС) и монетарних агенција земаља чланица ГСС-а и централних банака,са намером за увођење једне валуте за ГСС земље чланице до 2010. год.

1.12. Ширење ЕУ

1.12.1. Успешно припајање 10 нових земаља чланица

1. маја 2004. год., 10 земаља централне и источне Европе и Медитерана - Чешка, Естонија, Кипар, Латвија, Литванија, Мађарска, Малта, Пољска, Словенија и Словачка, придружиле су се ЕУ. НЦБ нових земаља чланица су биле интегрисане у

ЕСЦБ и њихови гувернери су постали пуноправни чланови Генералног Већа. Експерти из ових банака имају пуноправан статус на састанцима ЕСЦБ комитета, када год расправљају о стварима које се тичу компетенције Генералног Већа. Интеграција нових чланова у ЕСЦБ је протекла без проблема. На основу ЕСЦБ главног плана припајања из 2003. год., припреме су предузете посебно на пољима операција централних банака, система плаћања, статистика, новчаница и ИТ инфраструктуре и примене. Битна ЕСЦБ ИТ инфраструктура је била побољшана и сада повезује свих 25 НЦБ и ЕЦБ, тиме обезбеђујући повећану поверљивост и побољшање система обезбеђења. Претплата ЕСЦБ капитала је била повећана тако да су НЦБ нових земаља чланица морале да плате проценат њиховог капитала да би се покрили трошкови операција ЕЦБ. Пети семинар о процесу припајања, одржан у Паризу марта 2004. год., обележио је последњу фазу припрема за припајање. Семинар, кога су заједно организовале ЕЦБ и Банка Француске, сакупио је гувернере и високе представнике централних банака ЕСЦБ, 10 приступајућих земаља и 2 земље кандидата - Бугарске и Румуније - које су биле близу завршетка преговора о припајању ЕУ. У погледу броја припојених земаља, ово увећање је било најважније у историји Европске интеграције. Међутим, економски значај нових земаља чланица је био веома низак у поређењу са претходним увећањима. Због тога, припајање није значајно променило кључне карактеристике економије ЕУ. Економска променљивост ЕУ се повећала због тога што су структуралне и институционалне одлике нових земаља у многоме различите од других земаља чланица. Већина нових земаља чланица су у процесу транзиције са централно планиране економије на тржишну економију, укључујући фундаменталне институционалне и структуралне промене у њиховим економијама. На дужи временски период, увећање ће можда допринети позитивном економском расту ЕУ: позитиван ефекат је већ уочен током припрема за увећање. Овај део представља бројне кључне макроекономске одлике ЕУ пре и после припајања нових земаља заједно са одговарајућим подацима из УС и Јапана.[68]

[68] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.

1.13.Тржиште рада

Просечна стопа незапослености у новим земљама чланицама је виша него у 15 земаља ЕУ, а повећање је довело до нешто више просечне стопе незапослености за ЕУ 25. Упркос опадању у 1990-тим год., стопа незапослености у ЕУ 15 и ЕУ 25 је 8.1% и 9.1% што је више него ли у Јапану и УН, где стоји на 6.0% и 5.3%. У новим централним и источно-европским земљама чланицама стопе незапослености и регионалне разлике код незапослености су расле током прошлих година, највише због структуралних прилагођавања везаних за транзицију на тржишну економију. Проспекти за запошљавање се можда побољшају у наредним годинама, ако се смање отпуштања везана за реконструкцију посла. У даљој будућности, потенцијал нових земаља за надокнаду ГДП по глави становника такође може да допринесе побољшању запошљавања и смањењу незапослености. Припајање нових земаља је смањило стопу запослености за 1.4%, тако да је она сада на 63.0%.[69]

1.14. Односи са земљама кандидатима ЕУ

Тренутно 4 земље имају статус кандидата за чланство у ЕУ: Бугарска, Хрватска, Румунија и Турска. Хрватска је земља кандидат од јуна 2004. год., и, тиме што је показала да постоји потпуна сарадња са Интернационалним Трибуналом за криминал за бившу Југославију, преговори о припајању ће започети марта 2005. год. Турској је био загарантован статус кандидата од стране Европског Већа Хелсинкија 1999. год. У децембру 2004. год., Европско Веће је одлучило да Турска довољно испуњава политичке критеријуме Копенхагена да би започели преговоре. Насупрот томе, Европско Веће је захтевало од комисије да припреми предлог за оквир преговора са погледом на отварање преговора 3. октобра 2005. год.[70]

Евросистем је наставио надгледање монетарног и економског развоја у земљама кандидатима, и обратио је посебну пажњу на процес смањења инфлације,

[69] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.

[70] 'ibid'

питања финансијског сектора и структуралног припајања у ЕУ. ЕЦБ је јачала своје билатералне везе са централним банкама Бугарске и Румуније. Прве посете Бугарској Националној Банци и Националној Банци Румуније на нивоу извршног одбора су одржане у октобру. Главна сврха ових посета је било расправљање о будућој сарадњи са Евросистемом, који ће укључивати дијалоге пре припајања између ЕЦБ и централних банака које су у преговорима за припајање. Након потписивања уговора о припајању, гувернери ових централних банака ће бити позвани да присуствују састанцима Генералног Већа као посматрачи. Стручњаци из ових централних банака ће имати обезбеђен статус посматрача на комитетима ЕСЦБ када год они буду расправљали о питањима компетенције Генералног Већа. Посета Хрватској Националној Банци је очекивана у марту 2005.год. ЕЦБ је такође наставила политички дијалог са Централном Банком Турске, укључујући годишње састанке на нивоу извршног одбора. Расправе фокусиране на процес стабилизације макроекономије Турске, политике монетарне и разменске стопе и економске ситуације у евро области и техничка сарадња између пословних области ЕЦБ и Централне Банке Турске се наставила.

Монетарна политика ЕЦБ у 2005. години

2. Одлуке монетарне политике

Економски раст у евро области је био средњег интензитета у другој половини 2004. год. и и на почетку 2005. год., делом због раста цена нафте, привременом успоравању светске трговине и заосталим ефектима претходног курса евра. Ипак, у другој половини 2005. год., експанзија економске активности евро области је поново ојачала, највише због јаког раста глобалног захтева, снажног раста у корпоративним зарадама и веома повољним финансијским условима. Све у свему, реални БДП је порастао за 1.4% у 2005. год., у поређењу са 1.8% у 2004. год., и 0.7% у 2003. год. Насупрот високим и променљивим ценама нафте, економска активност је показала своју отпорност у 2005. год. И поред великих повећања артикала и цена нафте, инфлациони притисци су остали обуздани. Посебно су развоји плата (надница) остали средњег интензитета. Инфлациони притисци су такође били ограничени повољним трендовима цена увозних добара. Дугорочна инфлациона очекивања су остала добро усидрена на нивоу сагласним са стабилношћу цена. И главна инфлација је некако успела да остане на вишем нивоу у 2005.год., највише због великих повећења у енергетским ценама, и у мањој мери због повећања административних цена и индиректних такси. Све у свему, годишња ХИЦП инфлација је стајала на 2.2% у 2005. год. нешто више од 2.1% који се задржао у претходне две године. Повећани ризик је и даље био присутан, посебно због могућности настанка закаснелих ефеката код плата (надница) и подешавања цена на основу виших цена нафте.[71]

Монетарна динамика, која је започела јачање средином 2004. год., наставила је да јача током 2005. год., пре него што се ублажила задња три месеца у години. Ово ојачање је делом рефлектовало стимулативни ефекат ниског нивоа каматних стопа на захтев за новац и кредите. Снажан монетрани раст је даље допринео већ обимном текућем стању евро области, указујући на ризике по стабилност цена на средњи или дужи период.

Насупрот овоме, минимална понуђена стопа главних рефинансирајућих операција Евросистема остала је непромењена, на историјски ниском нивоу од 2% већим делом године. Почетком године, економске анализе су указале на то да су

[71] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

домаћи инфлациони притисци обуздани. Међутим, на основу окружења снажног монетарног раста и променљивог текућег стања, Савет је нагласио потребу за опрезом. Савет је 1. децембра 2005. год. одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основна бода, након одржавања ових стопа непромењеним две и по године. Минимална понуђена стопа рефинансирајућих операција Евросистема је подигнута на 2.25%, док су стопе депозитних олакшица и олакшица маргиналних позајмица подигнуте на 1.25% и 3.25%.Одлуке монетарне политике у 2005. год., корисно је да поделимо годину на 2 дела. Са почетком прве половине године, извештаји из првих неколико месеци 2005. год., дали су разлог за веровање да ће слабљење раста реалног БДП посматрано у другој половини 2004. год. бити краткотрајно. Међутим, већим делом због константно великих и променљивих цена нафте, процена је постала песимистична у другом кварталу 2005. год. У јуну 2005. год., макроекономске пројекције особља Евросистема везане за реални БДП раст су константно прегледане у поређењу са онима из децембра 2004. год. Годишњи раст БДП је био умерен од 1.8% у 2004. год., до између 1.1% и 1.7% у 2005. год., а почео је да расте до између 1.5% и 2.5% у 2006. год. Услови за ојачање економске активности су остали умерени упркос ризицима на раст повезаним са нижим поверењем потрошача, високим и променљивим ценама нафте и глобалним неравнотежама. На другој страни, раст светске економије је остао снажан, тиме подржавајући извозе евро области. На домаћој страни, повољни финансијски услови, велика корпоративна зарада и реструктура посла су створили позитивно окружење за инвестирања. Раст приватног сектора је био очекиван. Прегледане статистике показивале су да раст БДП, који је постао умерен, се уствари постепено опоравио у првој половини 2005. год. (од 0.2% у последњем кварталу 2004. год., на 0.3% и 0.4% у првом и другом кварталу 2005. год.).

На основу раста цена, годишња инфлација је ослабила на 2.0% у просеку у првој половини 2005. год., од око 2.3% у другој половини 2004. год.

Слика бр. 8 Кретање Инфлације у 2005. год.



[72]

Међутим, овај пад је рефлектовао само основне ефекте. Повећања цена нафте су наставила да рефлектују ризике на инфлациону динамику. Раст плата (надница) су остали умерени, тако да није било доказа нагомилавања домаћих инфлационих притисака у евро области. Због тога, макроекономске пројекције особља Евросистема у јуну 2005. год. очекивале су да просечна годишња ХИЦП инфлација буде између 1.8% и 2.2% у 2005. год., и између 0.9% и 2.1% у 2006. год. Док су у почетном сценарију домаћи инфлациони притисци остали обуздани, идентификовани су повећани ризици за ове пројекције, који су посебно везани за будуће развоје цена нафте и потенцијалних повећања индиректних такси и административних цена. Савет је нагласио да је и даље потребна опрезност у вези са закаснелим ефектима на плате и подешавања цена на основу већих цена нафте. Јачање монетране динамике, које је започето средином 2004. год. се наставило се почеткком 2005. год. У контрасту са претходним периодом снажног монетарног раста између 2001. год. и средине 2003. год., монетарни раст је у многоме зависио од компонената текућег стања М3 и био је повезан са експанзијом кредита на приватне секторе. Ови развоји су рефлектовали стимулативни ефекат на историјски ниске каматне стопе евро области. Као резултат снажног М3 раста у протеклим годинама,

[72] http://sdw.ecb.europa.eu/

акције текућег стања евро области су биле веће од потребног за финансирање не-инфлационог економског раста. Захтеви за позајмицама за куповину некретнина наставили су да буду обимни, доприносећи снажној динамици цена некретнина у неким регионима евро области, док се годишња стопа раста позајмица не-финансијских корпорација постепено поново повећавала. Све у свему, Савет је донео закључак да, иако је било повољно држати каматне стопе на историјски ниским нивоима, проверавање економских анализа са монетарним анализама је подржало захтеве за повећану обазривост у случају ризика на стабилност цена на средњи или дугорочни период. У том контексту, развоји код дуготрајних инфлационих очекивања су помно праћени.

У другој половини 2005. год. економске анализе су потврдиле јачање економске активности која је била очекивана у пројекцијама особља Евуросистема из јуна те године. Реални БДП раст је повећан за 0.7% у трећем кварталу 2005. год. Услови за континуиран раст идентификовани у претходним пројекцијама остали су у месту. На основу тога, пројекције објављене у децембру 2005. год. су указале на реални БДП раст између 1.2% и 1.6% у 2005. год., и између 1.4% и 2.4% и у 2006. год. и 2007. год. У исто време, изгледи за економску активност су остали погодни за ризике који су углавном повезани са већим од очекиваних ценама нафте, глобалне неравнотеже и потрошачког поверења које је остало слабо.

С погледом на раст цена, стопе инфлације су се подигле на ниво знатно већи од 2% у другој половини 2005. год., када су у септембру биле највише од 2.6%, највише као резултат повећања енергетских цена. Насупрот ономе што је било очекивано раније у 2005. год., било је очигледно да ће се промене цена нафте још мало продужити. Док су пројекције и прогнозе са почетка 2005. год. указивале на релативан пад инфлације у 2006. год., овај поглед се значајно променио током године. У другој половини 2005. год., видело се да ће највероватније годишња инфлација у 2006. год. остати изнад 2%. Пројекције особља Евросистема из децембра 2005. год. су виделе просечну инфлацију између 1.6% и 2.6% у 2006. год., и 1.4% им 2.6% у 2007. год. Сличне су биле и прогнозе интернационалних и приватних организација.[73]

У другој половини 2005. год. монетарне анализе су наставиле да указују на ризике за стабилност цена на средње или дуже периоде. Текуће стање евро области

[73] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

је било обимно. Јачање монетарног раста виђено од средине 2004. год. је настављено у трећем кварталу 2005. год. Раст монетарног агрегата М3 је настављен уз помоћ његових компоненти у контексту веома ниских каматних стопа. Експанзија позајмљивања, посебно у форми хипотека је остала веома обимна. До децембра, подешавање промена монетарне политике је било загарантовано, узимајући у обзир ризике на стабилност цена који су били идентификовани у економскоим анализама и потврђени проверавањем монетарним анализама. Насупрот овоме, Савет је 1. децембра одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основних поена. Савет је био свестан да ће ова одлука допринети очувању средњих до дугорочних инфлационих очекивања добро усидрених на нивоу сагласним са стабилности цена. Након те одлуке каматне стопе широм комплетног спектра евро области су остале веома ниске и у номиналним и правим вредностима.

2.1. Монетарни, финансијски и економски развој

У 2005. год. монетарни раст је ојачао захваљујући стимулативном ефекту ниског нивоа каматних стопа евро области. У исто време, обесхрабрујући ефекат М3 раста повезан са нормализацијом понашања ауторизације листе инвестирања становника евро области, изгубио је повећање, нарочито у првој половини године. Све у свему, јачање монетарног раста током 2005. год. је допринело већ обимној ситуацији текућег стања у евро области. Након повећања у другој половини 2004. год., М3 раст је остао обиман у првих неколико месеци 2005. год. Од априла 2005. год., јачање монетарног раста је озбиљно настављено са годишњом стопом раста М3 која се подигла на 8.0% у трећем квараталу 2005. год. Краткотрајна монетарна динамика је је била посебно јака средином године, са шестомесечном стопом раста М3, која је у септембру 2005. год. достигла највиши ниво од почетка Фазе Три ЕМУ (Економска и монетарна унија). У последњем квараталу 2005. год., монетарни развој је показао неке знаке умерености, иако је М3 наставио свој робустан раст од 7.8% на годишњој основи.

Слика бр. 9, Кретање М3 у 2005. год.



[74]

На страни компоненти, највећи допринос на свеукупни раст М3 је дошао од текућих фактора економске вредности унутар М3, а који су садржани у ужем агрегату М1. Монетарна експанзија је такође зависила и од кредита МФИ на приватне секторе. Током ранијег периода, који је био окарактерисан повећаном економском и финансијском несигурношћу, повећање годишњег М3 раста је било пропраћено сталним падом годишње стопе раста зајма на приватни сектор. Насупрот томе, јачање монетарне динамике посматрано од средине 2004. год. је повезано са повећањима у расту позајмица приватног сектора. Нормализација понашања одобравања листа инвестирања становника евро области пратећи њихово преферирање текућег стања између 2001. год. и средине 2003. год., настављено је током 2005. год., али у нешто споријем темпу. Они су били мењани од новца у дугорочније факторе економске вредности, вршећи слабији ефекат на М3 раст, такође на много скромнијем нивоу од очекиваног. Сектор држања новца евро области је наставио да показује противљење инвестирању у стране факторе економске вредности, што се супростављало вољи странаца да инвестирају у факторе економске вредности евро области. Као што је био и случај у 2003. год. и 2004. год., главни допринос годишњем М3 расту у 2005. год., дошао је из његових

[74] http://sdw.ecb.europa.eu/

текућих компоненти садржаних у М1. Настављени снажни свеукупни допринос из М1 је сакрио неке разлике у развоју компоненти. Годишња стопа раста држања валуте у циркулацији је била умерена током 2005. год., где је била 13.7% у децембру 2005. год., нижа од 18.5% у јануару 2005. год. Овај развој се поклапао са очекивањима процеса адаптације држања новчаница и металног новца који је пратио промену из јануара 2002. год. На другој страни, 2005. год. је била сведок јачања годишње стопе раста брзих депозита, помогнутим веома ниским трошковима држања ових инструмената у окружењу веома ниских каматних стопа. Просечна каматна стопа брзих депозита за домаће и не-финансијске корпорације је остала непромењена с краја 2003. год., на 0.81% на крају 2005. год. У исто време, финансијске иновације су такође имале улогу у свему томе. Док је М1 имао највећи свеукупни допринос на раст М3 у 2005. год., на јачање годишњег раста М3 највећи допринос су имали развоји код краткорочних депозита различитих од брзих депозита. Њихов просечни допринос на годишњи раст М3 је био око 2.1% у 2005. год., готово дупло више од од 2004. год. Овај велики допринос је рефлектовао уздржана повећања годишње стопе раста краткотрајних временских депозита, док је годишња стопа краткотрајних уштеђевинских депозита постепено опадала током године. Све у свему, релативна јачина захтева за краткотрајне депозите који нису бржи депозити рефлектује смањене трошкове држања ових релативно слабо исплативих али такође релативно текућих фактора економске вредности у окружењу ниских каматних стопа. Са погледом на продајне инструменте, њихов просечни допринос годишњој стопи раста М3 се мало повећао на 0.6% у 2005. год., са 0.5% из претходне године. Ово повећање је прикрило различите развоје у компонентима. На једној страни, годишња стопа раста фонда акција, јединица новчаног тржишта је остала на уздржаном нивоу. Како су фактори од економске вредности углавном у посредству домаћинстава и фирми као канал сигурне штедње у временима економске и финансијске несигурности, њихов осредњи раст је био у складу са текућом али спором нормализацијом понашања ауторизације листа инвестирања становника евро области у 2005. год.[75]

На крају, извештаји анализа економског сектора о краткотрајним депозитима и уговорима о репо куповинама указују да су домаћинства остала главни доприноси снажном расту инструмената у 2005. год.

[75] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

2.2. Променљива природа снажне монетарне динамике

Монетарни развој претходних година је био карактерисан двема периодима значајног снажења годишње стопе раста М3. Први период започиње са дуплирањем стопе раста са 4% на 8% током 2001. год., и завршава се даљим растом на скоро 9% у првој половини 2003. год. Други период почиње средином 2004. год., од када се стопа раста повећала са 5% на 8% у трећој четвртини 2005. год. Главни покретачи снажнијег М3 раста између 2001. год. и прве половине 2003. год., били су повећане геополитичке, економске, и, посебно финансијске несигурности које су тада превагнуле, а које су биле повезане са великим шоковима светске економије. Ови шокови су укључивали пад у праведним ценама, терористичке нападе на УН 11. септембра 2001. год., скуп рачунских скандала на обе стране Атлантика и ратове у Авганистану крајем 2001. год. и у Ираку на почетку 2003. год. У потрази за сигурно место за уштеђевине током ових шокова, сектор држања новца је заменио своје рискантније и дугорочније факторе економске вредности за сигурније и текуће-монетарне факторе, тиме побољшавајући монетарни раст. У периоду од средине 2004. год., снажан монетарни раст изгледа је био фундаменталне природе, вођен нижим нивоом каматних стопа и нижим трошковима држања новца. Детаљнији поглед на компоненте М3 нам открива да су промене са рискантнијих вредности на новац између 2001. год. и средине 2003. год. повећале доливе у стабилност дугова до 2. год. и фонда акција, јединица новчаног тржишта, који су у поседу домаћистава и фирми да би смирили текуће стање у временима повећане несигурности. Као последица, развоји ове две компоненте су открили значајан утицај на свеукупну монетарну динамику, док је допринос многих текућих компоненти играо мању улогу. Напротив томе, повећани М3 раст од средине 2004. год., вођен је многим компонентама садржаним у уском агрегату М1. У исто време, годишњи проток у стабилност дугова до 2 год. фонду акција, јединица новчаног тржишта био је умерен.[76]

Променљива природа снажног монетарног раста у ова два периода је била из развоја позајмица код приватног сектора. Између 2001. год. и средине 2003. год., јачање М3 раста је било праћено сталним падом годишње стопе раста позајмица код приватног сектора. Другим речима, током продуженог периода повећане економске

[76] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

и финансијске несигурности, стопе раста М3 и приватног позајмљивања су кренуле у супротним правцима. Насупрот томе, период од средине 2004. год. окарактерисан је јачањем како монетарног раста тако и растом позајмица код приватног сектора, рефлектујући ниске трошкове држања економских вредности и повољне финансијске услове на основу ниског нивоа каматних стопа.[77]

Што се тиче свеукупног развоја делова М3, период између 2001. год. и средине 2003. год. може бити окарактерисан као прелаз са рискантнијих дугорочнијих вредности на краткорочније монетарне вредности. У периоду од средине 2004. год., у контексту експанзије свеукупних балансних папира МФИ, приливи у дугорочније финансијске дугове људи или компанија МФИ могу се посматрати паралелно са монетарном динамиком.[78]

Уколико погледамо анализе економског сектора свих депозита, можемо видети да, током првог периода, јачање захтева за депозите се највише појављивало у домаћем сектору. Ово рефлектује повећану домаћу аверзију према ризицима и преферирање текућег стања након пробоја геополитичких несигурности. У другом периоду, јачање депозитног раста је окарактерисано повећаним доприносима од сектора „других не-монетарних финансијских посредника“, где је утицај домаћих депозита био веома скроман. Међутим, извештаји о краткорочним депозитима и уговорима о поновним куповинама показују да је допринос домаћинстава у овом периоду био израженији за депозите садржане у М3 него за свеукупне депозите.

За крај, анализе депозита и компонената М3, потврђују да су два периода раста М3 у последњих неколико година, од 2001. год. до првих месеци 2003. год., и од средине 2004. год., били другачије природе. Посебно јачање раста у многим текућим компонентама и динамици захтева за кредите показују да је, током каснијег периода кључни покретачки фактор монетарног раста је је био низак ниво каматних стопа. Раније јачање М3 раста, у окружењу велике финансијске и геополитичке нестабилности, изгледа да рефлектује промене у понашању ауторизације листа инвестирања и веома је бениган у погледу развоја цена, док различита природа снажних монетарних развоја од средине 2004. год., намеће велике ризике од инфлационих притисака на средњи до дужи период.

---

[77] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

[78] 'ibid'

2.3. Раст кредита МФИ

Монетарна динамика је била покретана континуираном јачању кредита МФИ на приватни сектор. Ово показује снажно повећање годишње стопе раста МФИ позајмица на приватне секторе, у окружењу ниских каматних стопа, повољних услова кредитирања и снажних повећања цена вредности. На крају 2005. год., годишња стопа раста позајмица на приватни сектор се повећала са 7.1% у децембру 2004. год., на 9.1%. Динамика ових позајмица у 2005. год. је била базирана преко главног сектора држања новца. Док је највећи допринос на раст позајмица приватног сектора дошао од домаћег сектора, највише због позајмица за куповине некретнина, настављено јачање раста позајмица је увелико утицало на развоје у позајмљивању на-финансијским корпорацијама и другим финансијским посредницима.[79]

Динамика МФИ дугорочних финансијских дугова (искључујући капитал и резерве), остала је снажна у 2005. год., након јачања из претходне године. Ово је указало на настављену склоност на страни сектора држања новца евро област да инвестирају у дугорочније евро вредности. Ипак, са малим попустањем МФИ код дугорочних финансијским дуговима у 2005. год. са поређењем за 2004. год., развоји су такође указали на попуштање нормализације понашања ауторизације листа инвестирања.[80]

2.4. Текуће стање

Јачање М3 динамике током 2005. год. је придодало већ обимним акцијама текућег стања у евро области. Доступне процене ситуације, које су покушале да измере текуће стање доступно преко износа потребним за финансирање не-инфлационог раста, порасле су даље у 2005. год. Номинални новчани продор који је дефинисан као разлика између стварног нивоа М3 и нивоа М3 који би био резултат из константног М3 раста као његова референтна вредност од 41/2% од децембра 1998. год., док прави новчани продор исправља номинални новчани продор за вишак текућег стања које је апсорбовано из претходних развоја цена. До краја године, оба

[79] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

[80] 'ibid'

мерења су показала неке знаке стабилизације, иако још увек на високим нивоима.

ЕЦБ је стално објављивала продор новца на основу промењене М3 серије, која покушава да исправи процењени утицај смена у монетарне вредности које су покренуте снажним економским и финансијским несигурностима између 2001. год. и 2003. год. Ова адаптирана мерења су показала исти покрет навише у 2005. год., који је ипак остао ниже од одговарајућих продора новца базираних на основу официјалне М3. Код процене ових мера, требало би имати на уму да оне ипак нису савим савршене процене текућег стања. Свеукупна слика приказана помоћу ових мерења је та ду су услови текућег стања евро области остали обимни током 2005. год. Међутим, она намеће одређене ризике на стабилност цена. Као додатак томе, снажан монетарни и кредитни раст у контексту већ обимног текућег стања намеће потребу за надгледањем развоја цена вредности.

2.5. Раст цена

Свеукупна ХИЦП инфлација евро области је у просеку била 2.2 % у 2005. год., након 2.1% претходне 2. године. Домаћи инфлациони притисци су остали веома ниски у 2005. год., делимично рефлектујући наставак умерених плата (надница), у контексту развоја радничког тржишта. Више цене нафте су биле главни фактор за вршење притисака на цене, посебно у другој половини године. Међутим, показивали су се само неки знаци привременог пролаза прошлих повећања цена нафте на цене каснијег стадијума продукцијског ланца. У исто време, инфлација је била ослабљена ефектима прошлог стања евра.

2.6. На инфлацију је углавном утицао раст цена енергената

На профил свеукупне ХИЦП инфлације су углавном утицали развој енергетске компоненте, зато што су цене нафте снажно порасле у 2005. год.

Просечна цена бурета Брентове сирове нафте у еврима се повећала за око 45% у 2005. год. у поређењу са 2004. год. Као последица, годишња стопа раста енергетских цена је била 10.1% у 2005. год., након 4.5% у 2004. год. Допринос енергетских цена на просечну годишњу инфлациону стопу у 2005. год. од 0.8% је била највиша у протеклих 5 година. Главна инфлација је остала близу 2.0% у првој половини 2005. год. У другој половини године, највише због развоја цена нафте, инфлација се подигла на 2.6% у септембру, пре пада на 2.2% крајем године. Удар повећања цена нафте на инфлацију је такође био рефлактован у ревизијама инфлационих очекивања током 2005. год. На пример, инфлациона очекивања за 2005. год. која су била укључена у надзор ЕЦБ професионалних прогнозера (СПФ) су се повећала са 1.9% у првом кварталу на 2.2% у последњем кварталу 2005. год. Насупрот томе, СПФ дугорочна инфлациона очекивања су остала непромењена на 1.9% у 2005. год. Овај шаблон су такође делили и други индикатори за кратка и дугорочна инфлациона очекивања.[81]

Мање променљиве компоненте ХИЦП су играле битну улогу у садржавању притисака на свеукупну инфлацију која потиче од цена нафте. Након пада у првој половини 2005. год., годишња стопа раста ХИЦП је искључивала нивелисање енергије и необрађену храну у другој половини године. Све у свему, годишња стопа раста ХИЦП искључујући енергију и необрађену храну је била 1.5% у 2005. год., нижа од 2.1% у 2004. год. Део овог пада може бити објашњен нижим доприносом мрежних индиректних такси и административних цена на свеукупну инфлацију у 2005. год., од око 0.4% у поређењу са 0.6% у 2004. год. На пример, инфлација цена обрађене хране је највише имала користи од повољних основних ефеката у првој половини 2005. год., рефлектујући повећања дуванских такси у неким земљама у првој половини 2004. год. Ови основни ефекти су делом били због повећања дуванских такси у Немачкој у септембру 2005. год. Све у свему, годишња разменска стопа цена обрађене хране је била 2.0% у 2005. год., значајно испод стопе од 3.4% у 2004. год. Годишња разменска стопа цена не-енергетских индустријских добара је такође била у паду, од 0.8% у 2004. год., на 0.3% у 2005. год. Овај историјски низак допринос цена не-енергетских индустријских добара може рефлектовати утицај назадовања на цене који долази из снажне спољне конкуренције и ефеката прошлог цењења евра. И поред краткорочних промена на основу променљивих компоненти,

[81] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

као што су одмори и превозни сервиси, сервиси инфлације цена су били у опадању током 2005. год., и били су у просеку 2.3% у 2005. год., у поређењу са 2.6% у 2004. год. У 2005. год., није било пуно доказа о значајнијим индиректним ефектима из повећања енергетских цена.Чињеница да је свеукупна ХИЦП инфлација била свега изнад 2% у 2005. год., пет година за редом, наглашава важност анализирања детерминанти упорности инфлације.[82]

2.7. Количина новца

2.7.1. Брзина оптицаја

У 2005. год., вредност евро новчаница у оптицају се повећала са 63.9 билиона еура на 565.2 билиона. Годишња стопа раста је опала на отприлике 12.8% од 15.0% у 2004.год. Број новчаница у оптицају се повећао на 10.4 билиона на крају 2005. год., са годишњом стопом раста од 7.4% у поређења са 6.8% у 2004.год. Статистичке анализе показују да је континуирани пораст захтева новчаница евра потекао од тржишта изван евро области. Процењено је у терминима вредности да су између 10% и 20% евро новчаница у оптицају држане од стране становника не-евро области, углавном као паралелна валута. Вредност евро новчаница у оптицају је наставила да расте много снажније од броја у 2005. год., као и сваке године од промене новца. Ово показује трајни снажан захтев за евро новчаницама велике вредности. Шаблон раста индивидуалних вредности је био сличан ономе из 2004. год.: циркулација 5,10,20 и 200 евра је умерено расла на стопе између 3.1% и 3.9%, док је циркулација новчаница од 50, 100 и 500 евра расла снажно, на 11.4%,10.8% и 20.9%. Евро метални новац у оптицају је такође наставио свој раст, како у обиму тако и у вредности од јануара 2003. год. У 2005. год., вредност евро металног новца у оптицају се повећала за 8.5% ,од 15,3 билиона на 16,6 билиона евра. Број евро металног новца у оптицају је порастао за 12.1% од 56,2 билиона на 63 билиона.

[82] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

Снажно повећање броја металног новца је било углавном вођено снажним захтевом за новчиће мале вредности.[83]

2005. год. је наставак тренда за већим издавањем евро новчаница и депозита виђених и у претходним годинама. Укупан број евро новчаница издатих је износио 31,3 билиона, док је 30,6 билиона враћено НЦБ. Све евро новчанице враћене из оптицаја НЦБ су проверене коришћењем аутоматских машина за процесирање новчаница. Приближно 1 билион више новчаница од претходне године су на овај начин проверене у 2005. год. Неких 4.3 билиона су биле уништене због тога што су биле поцепане или истрошене и с тога нису биле погодне за оптицај.

2.7. 2. Креирање новца

Укупно 3.63 билиона новчаница је произведено у 2005. год, у поређењу са 1.6 билиона у 2004. год. Раст продукције у 2005. год. је рефлектовао следеће факторе: 1. редукција нивоа акција НЦБ у 2004. год., 2. повећање у оптицају у 2005. год., 3. пораст у броју новчаница у оптицају које требају замену и 4. одлука да се производе део потребе у 2005. год. за новчаницама. Ова одлука би требало да смањи очекиване будуће продукцијске порасте и да дозволи ефикаснију употребу продукцијског капацитета током долазећих година.

2.8. Операције на отвореном тржишту

Одговарајући фактори економске вредности се могу користити изван националних граница као залог Евросистем кредитних операција углавном посредством одговарајућег модела централног банкарства (ЦЦБМ) или путем одговарајућих веза између ССС. Евросистем обезбеђује ЦЦБМ, док се везе обезбеђују путем тржишта. Количина залога који држи Евросистем се повећала од

[83] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

370 билиона у децембру 2004. год., на 444 билиона евра у децембру 2005. год. Све у свему, на крају 2005. год., залог преко граница је представљао 49.1% од укупног залога Евросистема. Ове цифре потврђују тренд посматран претходних година о повећаној интеграцији финансијских тржишта евро области и повећаној вољи страна да држе своје листе инвестирања у другој земљи.

2.9. Одговарајући модел централног банкарства

ЦЦБМ је остао главни канал за трансфер залога преко граница у монетарној политици Евросистема и кредитних операција. Био је задужен за 36.7% укупног залога Евросистема у 2005. год. Вредности у поседу су се кроз ЦЦБМ повећале од 298 билиона евра на крају 2004. год., на 353 билиона евра на крају 2005. год. Рад на прегледању ЦЦБМ техничке и операционе стране је започет 2005. год., у виду додавања предстојећег оквира залога Евросистема, кога је одобрио Савет у јулу 2005. год. Овај оквир представља јединствену листу одговарајућих вредности и она дозвољава позајмицама банака да се употребе као залог у било којој земљи евро области. Почетни кораци су предузети да се неке од земаља чланица инегрису у ЦЦБМ оквир. Како не постоји ниједна добра алтернатива за ЦЦБМ систем, који је био дизајниран као аранжман у одсуству тржишног решења у евро областима, ЕЦБ је започела анализу могућих начина развоја операционог оквира за залоге у Евросистему.

2.10. Сарадња у кризним ситуацијама

Оквир ЕУ за сарадњу у кризним ситуацијама између одговарајућих власти области менаџмента финансијске кризе је даље побољшан у 2005. год. Прво, у мају, банкарски супервизори, централне банке и финансијски министри ЕУ су се сложили око Меморандума Разумевања (МоУ), о сарадњи у ситуацијама финансијске кризе, који је ступио на снагу 1. јула. МоУ-који је усвојен под заштитом Економског и

Финансијског Комитета и односи се на кризне ситуације са потенцијалом за изванграничне и системске последице које погађају кредитне институције, банкарске групе или банкарске компоненете банкарских група, као и друга системска узнемиравања, укључујући она која погађају исплатне системе или друге тржишне инфраструктуре. Принципи и процедуре садржани у МоУ се односе на дељење информација, погледа и процена међу властима и сарадње на националном и изванграничном нивоу. Да би даље подржао побољшање сарадње међу властима, МоУ такође укључује аранжмане за развој планова за понашање у кризним ситуацијама, заједно са вежбама тестирања и симулације. Сам МоУ ће бити тестиран у кризној симулацији које је планирана за 2006. год. Друго, даља побољшања оквира за кризне ситуације, у погледу централног банкарства и вежби надгледања за руковање у кризној ситуацији на изванграничном нивоу, су била размотрена од стране БСЦ и Комитета Европских банкарских супервизора. (ЦЕБС).[84]

2.11. Интернационална питања

Са датом економском и финансијском интеграцијом у глобалној економији, Евросистем пажљиво посматра и анализира макроекономске политике и развоје у земљама изван евро области. Такође учествује у мултилатералном надгледању које спроводе интернационалне организације, који се одигравају углавном на састанцима ИМФ-а, Организације за економску сарадњу и развој (ОЕЦД), и Г7, Г10 и Г20 финансијских министара и гувернера централних банака. У неким од институција, ЕЦБ има загарантовани статус члана (на пример, на Г 20), или статус посматрача (нпр, на ИМФ): ЕЦБ процењује развоје интернационалних економских политика са погледом на доприносе на стабилно макроекономско окружење и здраве макроекономске политике. На окружење интернационалне политике у 2005. год., је утицало прожирење глобалних неравнотежа текућих рачуна. Велики дефицит текућих рачуна ЕУ је наставио да се повећава током године. У исто време, вишкови текућег рачуна у Азији су остали јаки, досежући око 0.8% светског ГДП, са значајним порастом вишка у Кини, који је означио почетак опадању у преосталим деловима Азије и Јапана. Земље извозници нафте, су такође одиграле веома битну

[84] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

улогу у глобалној неравнотежи, захваљујући оштром повећању цена нафте. У 2005. год., вишак текућих рачуна ових земаља, који је стајао на око 1% светског ГДП, је премашио онај из Азије. Азијска економија и економија извоза нафте, су такође наставиле да нагомилавају значајне суме резервних вредности. Акумулација резерви је била изразито велика у случају Кине, на око 200 билиона УСД-а. (око 165 билиона евра). Евросистем је наставио да наглашава ризике и несигурности везане за натсавак таквих неравнотежа на разним приликама и одржавао је пуну подршку кооперативног приступа овом питању, где би све економије допринеле уредном подешавању постојећих неравнотежа. Овај распоред интернациомалних политика укључује политике повећања уштеђевина у дефицитним земљама, одигравања структуралних реформи у земљама са релативно ниским потенцијалом раста и удомљавање флексибилности разменских стопа у већини земаља и региона којима недостаје та флексибилност. ЕЦБ је радо прихватила одлуку Кинеских власти у јулу 2005. год., да се пребаце на нову разменску стопу. То је подразумевало помак према већој жељеној флексибилности за боље функционисање глобалне економије, и очекивању да ће нова стопа допринети глобалној финансијској стабилности.[85]

2.12. Сарадња са земљама изван ЕУ

Евросистем је наставио да гомила своје контакте унутар централног банкарског друштва изван ЕУ, највише кроз организацију семинара и радионица, али такође и кроз техничку подршку, која је постала битан инструмент у подржавању изградње институција и побољшавања ефикасности слагања са Европским и интернационалним стандардима. Евросистем је одржао свој други билатерални семинар са Централном Банком Руске Федерације у октобру 2005. год., у Санк Петерсбургу. Семинар се фокусирао на политике монетарне и разменске стопе у Русији и на изазове по стабилности банкарских сектора. Питања депозитног осигурања и развоја банкарског сектора су такође расправљана. Слични догађаји ће бити организовани, где ће се следећи семинар Евросистема одржати у Дрездену,

[85] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

2006. год., са подршком Немачке Банке. Централно Банкарско Обучавање 3, пројекат техничке подршке Евросистема са Банком Русије у подручју банкарског надгледања, је завршен 31. октобра 2005. год. Пројекат, кога је основала ЕУ, је започет у новембру 2003. год. унутар оквира ЕУ за техничку подршку државне заједнице независних земаља (ТАЦИС), Пројекат Евросистема је допуњен од стране ЕЦБ у партнерству са 9 НЦБ евро области и 3 супервизора не-централних банака ЕУ. Двогодишњи програм обучавања је имао за циљ да помогне Банци Русије да побољша њену улогу у банкарском надгледању ширењем знања које је везано за вежбе банкарских супервизора ЕУ. Шири циљ је био да се удоми стабилност Руског банкарског система. Пројекат је извршаван углавном кроз курсеве и семинаре у Русији, на којима је присуствовало 800 банкарских супервизора Банака Русије. Објављено дело под називом Банкарско надгледање: "Европско искуство и Руска вежба", које је доступно и на Руском и на Енглеском, је било веома вашан део пројекта. Други и трећи семинар Евросистема са гувернерима централних банака Евро-Медитеранских партнера ЕУ су се одржали у Кану, 9. фебруара 2005. год., и Нафлиону 25. јануара 2006. год. Расправе су биле фокусиране између осталог на независност централне банке (Кан) и процеса либерализације капиталних рачуна и напретка у модернизацији операционих оквира монетарне политике (Нафлион). Евросистем је такође преузео одговорност о асистирању Централној банци Египта у реформи њиховог банкарског надгледања, насупрот свеукупној реформи финансијског сектора целе земље. ЕЦБ и 4 НЦБ евро области (Немачка банка, Банка Грчке, Француске и Италије), су се обавезале на програм двогодишњег асистирања, који је основала делегација ЕУ за Египат унутар Медитеранског програма помоћи (МЕДА). Програм техничке подршке је почео 1. децембра 2005. год. Од октобра 2005. год., ЕЦБ је такође продужила техничку подршку Централној Банци Египта у реформи њеног операционог оквира монетарне политике. ЕЦБ је наставила да продубљује њене везе са земљама у западном Балкану, с обзиром на то да су оне потенцијални кандидати за чланство у ЕУ. (бивша Југословенска Република Македонија је добила загарантован статус кандидата у децембру 2005. год). Представници из ЕЦБ су посетили Националну Банку Републике Македоније и Банку Албаније у 2005. год. С обзиром на преговоре са Србијом и Црном Гором, посета особља Централне Банке Црне Горе се такође одиграла.[86]

[86] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

На средњем истоку, ЕЦБ је даље развијала своје везе са Генералним Секретаријатом Већа Заливске Сарадње (ГЦЦ) и монетарних агенција и централних банака ГЦЦ земаља чланица у погледу њиховог плана представљања јединствене валуте у ГЦЦ земљама чланицама до 2010. год.

28. фебруара 2005. год., ЕЦБ је одржала регионални састанак са Комитетом Гувернера централних банака развојног друштва Јужне Африке (САДЦ), да би се расправљало о искуствима у регионалној интеграцији и процесу монетарне интеграције. ЕЦБ је ојачала своје директне везе са централним банкама Азије организовањем, заједно са Банком Индонезије, семинаре са 11 гувернера из егзекутивног састава банака источне Азије-Пацифика и чланова Савета ЕЦБ. Учесници семинара, који се одиграо у ЕЦБ у новембру 2005. год., расправљали су о начинима покретања ка шаблонима балансираног глобалног раста и прегледали су скорашње развоје и путање повезаних политика и у евро области и у Азија-Пацифик региону. Искуство два региона са мултилатералним макроекономским и финансијским надгледањем је такође процењивано, заједно са изванграничном финансијском интеграцијом на глобалном нивоу и унутар Азија-Пацифик региона и евро области. ЕЦБ је такође присуствовала, са статусом посматрача, годишњем састанку банке Интер-Америчког развоја, који се одиграо у Окинави почетком априла. Као члан сарадник центра за Латиноамеричке монетарне студије, ЕЦБ је наставила да учествује у неколико активности које је водила ова организација. Оне су укључивале годишње састанке за гувернера централних банака који су се одржавали у Картагени и Вашингтону, у априлу и септембру, као и семинар исплате радника у Латинској Америци, који се одржао у Мексико Ситију у октобру. ЕЦБ је наставила своје напоре за даље ојачање билатералних односа са монетарним и другим официјалним властима у региону Латинске Америке, укључујући посете Мексику, Бразилу и Аргентини. ЕЦБ је такође прихватила официјалну делегацију Франкфурта током 2005. год.[87]

[87] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en

Монетарна политика ЕЦБ у 2006. години

3. Одлуке монетарне политике

Током 2006. год., Савет је повећао кључне каматне стопе ЕЦБ да би се некако обратио ризицима на стабилност цена који су идентификовани и на основу монетарних и на основу економских анализа. Ово повлачење монетарног прилагођавања се одиграло у окружењу веома великог економског раста, снажне новчане и кредитне експанзије и обимности текућег стања еуро области. У серији повећања стопе од 25 основних поена, Савет је подигао минималну понуђену стопу главних ре-финансирајућих операција Евросистема за укупно 125 основних поена, од 2.25% у Јануару на 3.50% на крају 2006. год. Што се тиче развоја цена, просечна годишња ХИЦП инфлација је била 2.2% у 2006. год., непромењена у поређењу са 2005. год. Стопа главне инфлације је била нестабилна током године, и на њу су снажно утицале промене цена нафте. До августа је пратила тренд повећања, где је била знатно изнад дефиниције ниске стабилности цена ЕЦБ, али веома близу тога, на 2%. Ово је највише било због повећања енергетских цена, али такође и због повећања административних цена и индиректних такси. У преосталим месецима 2006. год., годишња стопа инфлације је опала испод 2%, највише као резултат значајног пада цена нафте и основних ефеката. С обзиром на повољне тренутке код реалног БДП раста и позитивних знакова радничког тржишта, развоји радничких трошкова евро области остали су умерени током 2006. год., делом рефлектујући снажно глобално такмичење, посебно у производном сектору. Ово је помогло ослабљењу инфлационих притисака. Дугорочнија инфлациона очекивања су остала усидрена на нивоима сагласним са стабилности цена. Међутим, ризици за стабилност цена су и даље остали на високом нивоу, посебно ризици снажнији од очекиваних пролаза ранијих повећања цена нафте, додатних повећања административних цена и индиректних такси и могућности поновних повећања цена нафте. Проспекти снажнијих од очекиваних развоја плата (надница) и потенцијалних закаснелих ефеката код понашања плата и цена са буђењем прошлих повећања цена нафте, наставили су да намећу повећане ризике на стабилност цена, посебно са датим повољним економским окружењем и побољшаним деловањем радничког тржишта.[88]

[88] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

Што се тиче економске активности, економија евро области се веома проширила током 2006. год. Пратећи постепени и још увек умерени економски опоравак у другој половини 2005. год., експанзија економске активности евро области је ојачала у првој половини 2006. год. Економски раст је постепено постајао распрострањенији и уздржанији, са домаћим захтевом - посебно фиксна инвестирања – као главним покретачем. У 2006. год., у просеку, реални БДП раст је био изнад просека. Током године, спољно окружење је подржало уздржану економску експанзију. Извози евро области су највише имали користи од настављене снажне експанзије светске економије, посебно економијама главних тржишних партнера евро области. Раст инвестирања је постао веома динамичан током године, највише имајући користи од продуженог периода веома повољних финансијских услова, реструктуирања балансних корпоративних папира и повећаним профитима. С обзиром на утицај високих и променљивих цена нафте, реални БДП је порастао за 2.8% у 2006. год., у поређењу са 1.5% у 2005. год и 1.8% у 2004. год. Краткорочни ризици по изглед економског раста су остали избалансирани током године, док су средњи до дугорочни ризици наставили да буду на ниском нивоу током 2006. год., повезујући се углавном са могућим повећањима цена нафте, глобалним неравнотежама и потенцијалним притисцима заштите.[89]

Монетарни и кредитни раст је остао веома висок током 2006. год., углавном рефлектујући стимулативне ефекте ниског нивоа каматних стопа евро области и јачања економске активности. Посматрана из перспективе средњег рока, тржишна динамика монетарног и кредитног раста у 2006. год. рефлектовала је наставак повећаног тренда у стопама монетарне експанзије посматраним од средине 2004. год., и даље је додала акумулацији текућег стања. Након неколико година великог монетарног раста, текуће стање евро области је остало обимно по свим мерењима, која су у окружењу настављеног снажног монетарног и кредитног раста указала на ризике по стабилност цена на средње до дугорочне термине. Да би се обуздали ти ризици, који су идентификовани и кроз економске и кроз монетарне анализе ЕЦБ, Савет је прилагодио позицију монетарне политике у 2006. год., повећањем кључних каматних стопа ЕЦБ у пет прилика. Нагласио је да после ових повећања стопа, позиција ове каматне стопе ЕЦБ ће остати усклађена, са каматним стопама на ниским нивоима, снажним монетарним и кредитним растом, и обимношћу текућег

[89] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

стања по свим мерењима. Савет је изразио поглед да је деловање у чврстом и правовременом маниру веома потребно да би се осигурала стабилност цена током средњег квартала. Усидрење средњих до дугорочних инфлационих очекивања који резултују из такве обавезе, примарно је и обавезно како би монетарна политика доприносила подржавању уздржаног економског раста и проналажења послова. Током 2006. год., одлука Савета и његове процене економске ситуације је имала утицаја на тржишна очекивања која су се тицала изгледа за краткорочне каматне стопе. Савет је јасно изразио своје виђење током године да ће будуће политичке акције остати зависне од регуларних процена ризика на стабилност цена и потврде главног сценарија. Финансијска тржишта су у потпуности схватила овакву поруку. Упоредо са објављеним макроекономским извештајима тржишна очекивања за краткорочне каматне стопе, су се прилагодила током године, како је постајало јасно да ће иницијална повећања стопа у децембру 2005. год. бити праћена постепеним монетарним повлачењем. Тржишна несигурност се даље смањила у 2006. год., са променљивошћу која је опала на ниске нивое, са привременим повећањем током летњег периода у контексту глобалне процене ризика. Све у свему, у поређењу са дугорочним историјским просецима, тржишна несигурност везана за будуће одлуке монетарне политике достигла је низак ниво.

3.1. Детаљнији опис одлука монетарне политике

На почетку 2006. год. економски услови су углавном били повољни. Реални БДП раст је почео да јача и да се шири у другој половини 2005. год. Иако је раст БДП у последњем кварталу био значајније нижи од забележеног раста у трећем кварталу, индикатори су показали да је тренд економског раста веома повећан. У ствари, извештаји доступни на почетку 2006. год., посебно извештаји надгледања, потврдили су процену Савета да је експанзија економске активности ојачана и проширена и да ће наставити тако током првих неколико месеци године, посебно подржана јачим домаћим захтевом.

Проспект за будућност економског раста је остао веома повољан, највише због веома јаког опоравка инвестирајућег раста и постепеног побољшања услова

радничког тржишта. Просечни годишњи реални БДП раст је пројектован да буде између 1.7% и 2.5% у 2006. год., и између 1.5% и 2.5% у 2007. год. Прогнозе интернационалних организација и институција приватног сектора су дале веома сличну слику.

Што се тиче развоја цена, годишња ХИЦП инфлација је била изнад 2% на почетку 2006. год., и очекивано је да остане толика, али ће тачни нивои зависити од будућих развоја енергетских цена. Очекује се да, најављене промене индиректних такси и индиректни ефекти прошлих повећања цена нафте, имају значајан ефекат на инфлацију, упркос претпоставци да ће се умереност плата (надница) наставити. У марту 2006. год., пројекције ЕЦБ за инфлацију биле су прегледане у поређењу са пројекцијама Евросистема из децембра 2005. год. Просечна годишња ХИЦП инфлација је одређена да буде између 1.9% и 2.5% у 2006. год., и између 1.6% и 2.8% у 2007. год.[90]

С обзиром на ојачање монетарног раста у окружењу обимног текућег стања евро области, монетарне анализе су потврдиле сигнале из економских анализа о доминантности ризика на стабилност цена. Годишња стопа раста монетарног агрегата М3 је остала велика, и позадински тренд монетарне експанзије је остао снажан, рефлектујући стимулативни утицај ниског нивоа каматних стопа. Што се тиче делова М3 агрегата, кредитна експанзија је даље ојачала, са позајмицама домаћинстава, нарочито позајмице за куповине некретнина, и повећања тржишног ритма код не-финансијских корпорација.

Све у свему, насупрот позадине повећаних ризика на стабилност цена, на које се указало путем монетарних и економских анализа ЕЦБ, Савет је даље прилагодио монетарну политику подижући кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основних поена, 2. марта 2006. год. Савет сматра да је ово повећање у ствари помоћ да се средња до дугорочна инфлациона очекивања усидре на нивоима који су сагласни са стабилношћу цена и да тиме доприносе уздржаном економском расту.

У наредних неколико месеци, с обзиром на привремени пораст тржишне променљивости у мају у контексту глобалне процене ризика, долазеће информације су потврдиле поглед Савета да је подешавање позиције у марту било загарантовано да ће се обратити ризицима на стабилност цена. Са реалним БДП порастом од 0.6% на кварталној основи у првом кварталу (који је касније повећан на 0.8%), пристигли

[90] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

извештаји су потврдили поглед да се раст проширио. У исто време, ХИЦП инфлација је порасла на 2.5% у мају, углавном као резултат развоја енергетских цена. Инфлационе стопе су биле пројектоване да остану изнад 2% у 2006. год. и 2007. год. У јунским пројекцијама особља Евросистема, домет за ХИЦП инфлацију у 2006. год. је био измењен у поређењу са пројекцијама ЕЦБ из марта, на око 2.1% и 2.5% , од око 1.9% и 2.5%, са ризицима на изглед развоја цена.[91]

Монетарне анализе су такође наставиле да указују на повећане ризике на стабилност цена од средњег до дугорочног термина. У контексту даљег убрзања монетраног и кредитног раста, годишња стопа раста позајмица приватног сектора је достигла дуплу цифру. Посебно позајмице домаћинстава, нарочито у форми хипотека и не-финансијских корпорација су наставиле свој пораст веома снажно. Ови развоји су даље потврдили да је стимулативни ефекат ниских каматних стопа и даље остао доминантан фактор иза снажне позадинске стопе монетарне експанзије. Све у свему, провера износа економских анализа са монетарним анализама је потврдила да су ризици по стабилност цена превагнули. Због тога ја Савет одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основних поена, 8. јуна. Савет је нагласио да је даље повлачење монетарне акомодације остало загарантовано уколико се потврде претпоставке и базични сценарио. У јуну и јулу 2006. год., пристигле информације су даље потврдиле процену Савета да је економски раст поново добио на снази и постао опширнији у првој половини године. Индикатори су остали веома снажни а стопа раста запослености веома велика. Инфлационе стопе су остале изнад 2% у јуну и јулу и биле су пројектоване да буду изнад тог нивоа у просеку и у 2006. год. и у 2007. год. С обзиром на снажну текућу монетарну динамику у окружењу већ обимног текућег стања, сигнали из монетарних анализа су потврдили резултат економских анализа да су повећани ризици на стабилност цена превагнули током средњег термина. Да би се ови ризици обуздали и да би се сачувало усидрење дугорочних инфлационох очекивања, Савет је 3. августа 2006. год. одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ за још 25 основних бодова. Такође је нагласио потребу за даљим надгледањем свих развоја да би се спречила материјализација ризика по стабилност цена.[92]

---

[91] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

[92] 'ibid'

Током трећег квартала, пристигли извештаји о економској активности евро области су потврдили значајније убрзање економске експанзије која се десила у протеклим кварталима. На основу прегледаних извештаја, економска активност је у просеку порасла са стопом од 0.7% од трећем кварталу 2005. год., до другог квартала 2006. год., што је било знатно изнад процењене потенцијалне стопе. Као додатак, стопа незапослености је била у паду, раст запослености је ојачао и очекивања запослености из надгледања послова су остала повољна. Доступни индикатори за трећи кваратал 2006. год., подржали су даље процену да ће економска активност наставити да се шири веома брзим темпом. У 2006. год., у септембарским пројекцијама ЕЦБ особља, домети пројектовани за реални БДП раст су поново били измењени у поређењу са пројекцијама особља Евросистема, на између 2.2% и 2.8% у 2006. год., и између 1.6% и 2.6% у 2007. год., углавном рефлектујући снажнији од очекиваног раста који је био забележен у првој половини године. Стопе ХИЦП инфлације су остале на нивоима изнад 2% у јулу и августу, а у септембарским пројекцијама особља ЕЦБ просечна годишња инфлација је пројектована да буде између 2.3% и 2.5% у 2006. год., и између 1.9% и 2.9% у 2007. год. У септембру, слика се променила као резултат снажног опадања цена нафте у августу и септембру и повољних основних ефеката. Ово је довело до тржишног пада главних инфлационих стопа, на испод 2% од септембра па надаље. Све у свему, наставио је да буде доминантан поглед да ће се инфлација поново повећати на нивоима изнад 2% до краја 2006. год. и на почетку 2007. год., највише због утицаја виших индиректних такси и неповољних основних ефеката. Савет је због тога увидео да одређени степен краткотрајне променљивости у годишњој стопи ХИЦП инфлације, ће довести до тога да инфлација остане на нивоу изнад 2% у 2006. год. и 2007. год. Ризици на стабилност цена су очигледно били повећани, што је и било потврђено проверавањем монетарних анализа.

Све у свему, развоји су навели Савет да 5. октобра 2006. год. подигне поново кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основних бодова. Савет је нагласио да ће даље повлачење монетарне акомодације остати загарантовано уколико се даље потврди његов основни сценарио. Пристигле информације, посебно снажни индикатори надгледања за последњу четвртину 2006. год., подржали су разлоге Савета о повећању каматних стопа у октобру. Такође су даље потврдиле процену да је економска активност наставила да се шири веома брзо, са домаћим захтевима као главним покретачима у трећем кварталу. Ово је потврдило даље проширење

економског опоравка и указала да суздржанију природу економске експанзије евро области. Просечни годишњи БДП раст је био пројектован да буде између 1.7% и 2.7% у 2007. год., и између 1.8% и 2.8% у 2008. год.

Што се тиче развоја цена, годишња ХИЦП инфлација је остала испод 2% у последњем кварталу 2006. год. Домет за ХИЦП инфлацију у 2007. год. у децембарским пројекцијама Евросистема је био нешто нижи од септембарских пројекција ЕЦБ. Просечна годишња ХИЦП инфлација требало би да буде између 1.5% и 2.5% у 2007. год, и између 1.3% и 2.5% у 2008. год. Изгледи за развој цена су и даље остали погодни за развој ризика. Проверавање резултата економских анализа са монетарним анализама је наставило да подржава процене да су ризици по стабилност цена превагнули.[93]

Насупрот овој позадини, Савет је одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ зе још додатних 25 основних бодова, 7. децембра 2006. год. Након овог повећања, позиција монетарне политике ЕЦБ је и даље остала акомодативна, са кључним каматним стопама ЕЦБ на ниском нивоу, снажним монетарним и кредитним растом, и обимним текућим стањем евро области по свим мерилима. Савет је због тога изразио да ће бити загарантовано чврсто и правовремено деловање како би се обезбедила стабилност цена током средњег до дужег периода.[94]

3.2. Монетарни, финансијски и економски развој

У 2006. год. монетарни раст је наставио да јача, као што се и види на слици бр. 10, тако да је на крају године достигао највишу годишњу стопу забележену од почетка Фазе Три ЕМУ. Снажан М3 раст је углавном вођен ниским нивоом каматних стопа и јачањем економске активности евро области, коју је такође подржала снажна експанзија кредита приватног сектора. У исто време, повећање каматних стопа је почело да утиче на монетарни развој током године, иако углавном на субституцију међу компонентама М3 него на свеукупан раст М3. Све у свему, настављено јачање монетарног раста је даље допринело већ обимном текућем стању

[93] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

[94] 'ibid'

и, заједно са кредитном експанзијом, указало на ризике по стабилност цена током средњег до дугорочног периода.[95]

Након опадања у последњем кварталу 2005. год., М3 раст се убрзао у првим месецима 2006. год., са годишњом стопом раста која је достигла 8.6% у другом кварталу. Годишњи М3 раст је успорио у трећем кварталу, да би затим поново ојачао на 9% у последњем кварталу. Децембарска продукција од 9.8% је представљала највишу годишњу стопу раста која је забележена од почетка Фазе Три ЕМУа. Генерално, развоји годишњег М3 раста су били окарактерисани вишим степеном променљивости у 2006. год. Високе варијације су такође биле видљиве у краткотрајним динамикама М3, што је имплицирало да променљивост годишње стопе није углавном повезана са основним ефектима. Што се тиче развоја компоненти М3, у првој половини 2006. год. највећи допринос М3 расту је дошао из ширења брзих депозита који су садржани у уском агрегату М1, као што је био случај и у 2005. год. У другој половини године, временски депозити (који се налазе у ширем агрегату М2, али не и у М1), направили су највећи допринос. Што се тиче дупликата М3, јачина монетарне експанзије у 2006. год. била је вођена снажним растом МФИ кредита приватног сектора, који су почели да буду умеренији на крају године. У исто време, изражени пад код спољних мрежних позиција вредности МФИ, који је посматран на крају 2005. год., је почео да бледи у првим месецима 2006. год. Развоји у 2006. год., указали су да је снажан монетарни раст углавном био вођен нижим новоом каматних стопа и ојачањем економске активности евро области. На ове динамичне развоје се може гледати као на наставак тренда у расту новца који је био виђен од средине 2004. год., и који је рефлектовао стабилан раст годишње стопе раста позајмица приватног сектора. Садашња јачина М3 раста може бити већа брига по стабилност цена од оне посматране између 2001. год. и ране 2003. год.[96]

[95] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

[96] 'ibid'

Слика бр. 10, Кретање М3 у 2006. год.



[97]

3.3. Развој главних компоненти М3

Што се компоненти тиче, годишња стопа раста М1 је значајно опала у 2006. год., упркос малом порасту на крају године, од 10.3% у јануару на 7.5% у децембру. Иако је допринос на годишњи М3 раст опао на 3.5% на крају 2006. год., ипак је остао значајан. Између ликвидних вредности које су садржане у М1, годишња стопа раста држања валуте у оптицају је била 11.1% у децембру, мања од 13.5% у јануару, што је било и у складу са очекивањима наставка процеса држања новчаница и металног новца који су пратили промене евро новца у јануару 2002. год. Главни фактор који стоји иза пада М1 раста, посебно у другој половини године, био је нижи годишњи раст брзих депозита, који је стајао на 6.9% у децембру 2006. год. након 9.7% у јануару.[98]

Годишња стопа раста краткотрајних депозита који нису брзи депозити (М2-М1) ојачала је током 2006. год., од 6.4% у јануару на 11.8% у децембру. Допринос ових депозита на годишњој стопи раста М3 се повећао на 4.3%на крају 2006. год., чинећи их тако главним доприносом. Овај већи допринос рефлектовао је значајнији

[97] http://sdw.ecb.europa.eu/

[98] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

пораст годишње стопе раста краткотрајних депозита која је порасла за 27.3% током године до децембра, и она је до сада највиша стопа раста ове компоненте М3 од почетка серије у 1998. год. Супротно томе, годишња стопа раста краткорочних депозита је снажно опала током године.

Различити развоји динамике краткорочних депозита који су укључени у М3 су објашњени ширењем разлика између стопа плаћања временских депозита и брзих депозита. Ово је проузроковало замену брзих депозита у временске депозите, тиме смањујући М1 раст, а са друге стране је имало мало утицаја на раст М3 као целине. Све у свему, ови развоји су показали да су повећања кључних каматних стопа ЕЦБ од децембра 2005. год. имала утицаја на монетарне развоје у 2006. год., иако углавном у форми замене између компоненти М3 него у ограничавању М3 раста.

Годишња стопа раста тржишних инструмената (М3-М2), такође се снажно повећала у 2006. год., где је била 12.4% у децембру након 3.2% у јануару. Као резултат, допринос ових инструмената на годишњу стопу раста М3 порастао је на 1.7% на крају 2006. год., иако је ово прикрило прилично различите развоје код под-компоненти. Годишња стопа раста фонда акција, јединица новчаног тржишта била је негативна у првој половини 2006. год., да би постала позитивна у другој половини године.

Захтеви за осигурања дугова до две године повећали су се у 2006. год., што је објашњавало повећани допринос годишњем М3 расту из тржишних инструмената. Повећане стопе раста ових краткорочних осигурања дугова биле су делом повезане са повећањима краткорочних каматних стопа током године. Краткорочна осигурања дугова су издавана на монетарним стопама, одлика која дозвољава инвеститорима да имају користи од повећања каматних стопа пре истека осигурања.

У 2006. год. годишња стопа не-финансијских корпорација држања новца била је близу 10% , што је заслужно за око ¼ великог раста краткотрајних депозита и уговора о поновним куповинама. Снажна профитабилност, велика инвестирања и велика активност МиА, су били главни фактори иза снажног корпоративног захтева за ликвидне вредности.

Релативно високи степен променљивости код М3 раста у 2006. год. највише је био заслужан развојима код депозитних холдинга не-монетарних финансијских посредника који нису осигуравајуће корпорације и пензиони фондови (ОФИ сектор-други финансијски посредници). ОФИ су постали значајно важнији држаоци монетарних вредности током прошле деценије. Овај развој повезан је са

финансијском дерегулацијом и либерализацијом и са сличним развојима дубљих и ликвиднијих осигуравајућих тржишта. Појачана важност ОФИ је посебно видљива од средине 2004. год.

3.4. Утицај других финансијских посредника на монетару политику

Новац држан од стране не-монетарних финансијских посредника постао је веома заначајан у анализама монетраних развоја током прошлих година. Ово је посебно тачно за ОФИ сектор, не-монетране финансијске посреднике који нису осигуравајуће корпорације и пензиони фондови. Повећана важност овог сектора за монетарне анализе рефлектује финансијску либерализацију, иновацију и повезане развоје ликвиднијих тржишта осигурања. Повећана важност ОФИ сектора нарочито је видљива од средине 2004. год., што се види и у њиховом доприносу годишњој стопи раста краткорочних депозита који укључују и уговоре о поновним куповинама, најширој агрегацији М3 компоненти за које је анализа економског сектора доступна. У 2006. год., допринос ОФИ сектора на 8.1% просечне годишње стопе раста износио је 1.8%.

3.5. Раст МФИ кредита

Монетарна динамика у 2006. год. углавном је рефлектовала снажан раст МФИ кредита приватног сектора. Посебно, годишња стопа раста МФИ позајмица приватног сектора се значајно повећала на почетку 2006. год., да би затим стајала на стопи од око 11% током већег дела 2006. год. При крају године, раст позајмица приватног сектора почео је да показује знаке умеравања, иако још увек на високим стопама. Настављени снажан захтев за позајмице подржан је био ниским нивоом каматних стопа, повољним условима кредитирања, снажнијом економском активношћу и великим развојима власничког тржишта у многим деловима евро области. Мање успоравање раста позајмица на крају године указује да повећања кључних каматних стопа ЕЦБ може почети да утиче на динамику позајмица. Снажна

динамика МФИ позајмица приватног сектора је била базирана кроз главне секторе држања новца, иако су секторски развоји представили другачије шеме током године. У првој половини 2006. год., највећи допринос расту позајмица приватног сектора је имао захтев из сектора домаћинстава. Као резултат, у другој половини године, највећи допринос расту позајмица дошао је из не-финансијског корпоративног сектора.[99]

Између других делова М3, годишњи раст МФИ дугорочних финансијских дугова (искључујући капитал и резерве), остао је снажан у 2006. год па чак је и ојачао крајем године. Годишњи проток позиције спољних мрежних вредности МФИ сектора је био веома нестабилан, око 0 током првих три кварата 2006. год. Извештаји баланса плаћања предлажу да је неутралан развој код позиције спољних мрежних вредности МФИ сектора током прва три квартала године прикрио постепано јачање у мрежним листама инвестирања и страним директним инвестирањима евро области. Ово је највише било повезано са побољшаним економским изгледима евро области од почетка године. При крају 2006. год., годишњи проток позиције спољних мрежних вредности МФИ сектора постао је веома позитиван и извршио је утицај на годишњи М3 раст у последња два месеца године.[100]

3.6. Текуће стање

Настављени снажни раст М3 током 2006. год., придодао је већ обимном текућем стању евро области. Доступни индикатори ситуације текућег стања наставили су свој раст. Номинални новчани продор, који је дефинисан као разлика између реалног нивоа М3 и нивоа М3 који би био резулат из константног М3 раста на његовој референтној вредности од 4 ½ % из децембра 1998. год., и правог новчаног продора, је порастао у 2006. год. На крају године, оба мерења стајала су на њиховим највишим нивоима који су посматрани од почетка Фазе Три ЕМУа и нису

[99] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

[100] 'ibid'

показивали никакве знаке нивелисања. ЕЦБ, такође је стално објављивала новчане продоре конструисане на основу подешене М3 серије, која покушава да исправи за процењени утицај смена листа инвестирања у монетарне вредности које повлачи повећана економска и финансијска несигурност која је виђена између 2001. год. и 2003. год. Како није било знакова попуштања претходних смена листа инвестирања, ове промењене мере су наставиле да се паралелено померају са одговарајућим продорима новца који су базирани на официјалним М3 серијама у 2006. год. Мере новчаног продора из исправљених серија су остале значајно ниже од оних из официјалних М3 серија. Код процене ових индикатора ситуације ликвидности, треба имати на уму да су оне само процене и да због тога нису сасвим сигурне и требало би их третирати са опрезом. Свеукупна слика коју осликавају ови индикатори, указује на даљу акумулацију текућег стања у 2006. год., што тежи да потврди слику да је ликвидност обимна.

3.7. Развој цена и трошкова

Свеукупна ХИЦП инфлација била је 2.2% у просеку у 2006. год., непромењена од 2005. год. Насупрот овој широкој стабилности, годишње стопе инфлације показале су значајну нестабилност током године, које је већим делом повезана са развојем енергетских цена. Такође су остали и неки додатни надолазећи притисци који су посебно повезани са оштрим повећањима посматраним у глобалним не-енергетским робним ценама. У складу са овим инфлација цена добара порасла је у 2006. год. Умерени развоји код креирања новца у 2006. год. наставили су да доприносе свеукупним инфлационим притисцима, док је вредновање евра имало сличан ефекат.

3.8. На инфлацију значајно је утицао раст енергетских цена

Краткотрајне осцилације цена нафте и основних ефеката од прошлог раста енергетских цена снажно су допринеле профилу свеукупне инфлације у 2006. год. Просечна цена (у еврима) барела Брентове сирове нафте повећала се за око 20% у 2006. год., у поређењу са повећањем од око 45% у 2005. год. Цене нафте такође су показивале одређене осцилације у 2006. год., са порастом у првој половини године да би достигле историјски високе нивое у августу, пре оштрог опадања. Овај пад код цена сирове нафте праћен је брзим падом енергетских цена које су повезане са нафтом. Утицај на цене такође је био ојачан и значајним падом код рафинисаних резерви горива. Допринос повећања енергетских цена на инфлациону стопу, који је био посебно јак у првој половини године, значајније је опао у другој половини. Снажна повећања енергетских цена која су се десила у 2005. год. резултирала су повољним основним ефектима током скоро целе 2006. год.

Слика бр 11, Кретање инфлације у 2006. год.



[101]

Допринос цена необрађене хране на свеукупну стопу инфлације био је значајнији у 2006. год. него у претходним годинама, највише због снажних раста у трећем и последњем кварталу. Ово је највише било због временских услова током

[101] http://sdw.ecb.europa.eu/

лета у скоро целој Европи, што је утицало на снабдевање воћа и поврћа. Допринос цена меса је такође расла током године. Годишња стопа раста ХИЦП искључујући енергетске цене и цене необрађене хране стајала је на 1.5% у просеку у 2006. год., непромењена од 2005. год. Све у свему, мало повећање код инфлације било је примењено током године за ХИЦП искључујући енергетске цене и цене необрађене хране, које је било од 1.4% у првом кварталу на 1.6% у последњем кварталу. Овај шаблон повећања углавном је постојао због повећања посматраног у годишњој стопи раста цена не-енергетских индустријиских добара, која је порасла од 0.3% у првом кварталу на 0.8% у последњем кварталу. Ово је вероватно рефлектовало постепени пролаз до конзумената из прошлих повећања у енергетским и не-енергетским трошковима сировог материјала. Инфлација сервисних цена остала је стабилна на око 2% током 2006. год, упркос неким краткотрајним осцилацијама на страни неких подкомпоненти, као што су цене одмора, које су биле погођене сменама у времену пролећних одмора 2006. год. Све у свему, у 2006. год., домаћи притисци цена били су обуздани, и пролазак прошлих повећања нафтних и не-нафтних робних цена остао је ограничен на нивоу цена потрошача.[102] Упркос значајним инфлационим шоковима у 2006. год., посебно као резултат развоја енергетских цена, и тога што је главна инфлација била константно на нивоу изнад 2% у прве три четвртине, очекивања дугорочне инфлације остала су усидрена на нивоим сличним са стабилношћу цена.

3.8.1. Дугорочна инфлациона очекивања евро области

Примарни циљ монетарне политике ЕЦБ јесте очување стабилности цена. Савет ЕЦБ тежи да одржи годишњу стопу повећања ХИЦП евро области испод, али ипак близу 2% током средњег термина. Стабилизација дугорочнијих инфлационих очекивања економских агената евро области на нивоима сагласним са стабилношћу цена је веома потребна да би монетарна политика била ефикасна. Док шокови изван контроле монетарне политике, као што су повећања цена нафте, могу имати утицаја на инфлацију и због тога могу да утичу на краткорочна инфлациона очекивања, дугорочнија инфлациона очекивања би требало да рефлектују степен до ког се верује

[102] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

да ће ЕЦБ постићи циљ стабилности цена. Поуздана монетарна политика помаже усидравању дугорочнијих инфлационих очекивања за овај циљ.[103]

3.9. Новчана циркулација

На крају 2006. год. број евро новчаница у оптицају стајао је на 11.3 билиона, са вредношћу од 628.2 билиона евра, што представља повећање од 9.5% у количини и 11.2% у вредности, у поређењу са нивоима са краја 2005. год. (10.4 билиона новчаница са вредношћу од 565.2 билиона евра). Вредност новчаница у оптицају наставила је да расте од промене евро новца у 2002. год. Процењено је да је, у терминима вредности, између 10% и 20% евро новчаница у оптицају, у поседу становника не-евро области, који настављају са захтевима за евро новчанице.

Динамичан раст броја новчаница од 50, 100 и 500 евра у оптицају је настављен у 2006. год., са стопама од 12.5% ,9.6% и 13.2%. Број других вредности новчаница у оптицају је растао стопама између 2.7% и 8.2%.[104]

У 2006. год., укупан број евро металног новца у оптицају порастао је за 10.4% на 69.5 билиона, док је вредност тог металног новца у оптицају порасла за 7.4% на 17.9 билиона евра. Овај снажан пораст у броју металног новца највише је постојао због настављеног снажног захтева за новчице мале вредности.

3.9.1. Креирање новца

Издавање и повлачење евро новчаница наставило је повећани тренд посматран претходних година. У 2006. год., НЦБ евро области су издале 32.5 билиона новчаница, док је 31.3 билиона било враћено њима. Фреквенција враћања новчаница у оптицају, опала је са 3.17 у 2005. год. на 3.03 у 2006. год. Све евро новчанице враћене из оптицаја НЦБ евро области, су проверене за одговарање за

[103] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

[104] 'ibid'

оптицај помоћу аутоматских машина како би се одржао квалитет новчаница у оптицају. У овом процесу, неких 5.2 билиона новчаница је одређено као неодговарајуће за циркулацију и замењено од стране НЦБ.

Укупно 7 билиона евро новчаница биле су произведене у 2006. год., у поређењу са 3.63 билиона у 2005. год. Нижа продукција у 2005. год. највише је проузрокована употребом вишка новчаница који се гомилао од 2002. год., као и због несигурности које су се појавиле око производње великих количина евра.

Раст у продукцији у 2006. год. рефлектовао је следеће:

1) повећање циркулације

2) повећање броја неповољних новчаница

3) пражњење нивоа акција НЦБ

4) одлука да се у 2006. год. произведе и део новчаница потребних за будућност.[105]

Ауторизација продукције евро новчаница наставила је да се базира на децентрализованом продукцијском сценарију који је усвојен у 2002. год. На основу овог аранжмана, свака НЦБ евро области одговорна је за аранжирање додељеног дела од укупног дела који је потребан за одређене вредности новчаница.

3.9.2. Друга серија ЕВРО новчаница

Савет у 2006. год. је одобрио план пројекта за развој нових серија новчаница и почетка индустријске фазе за вредности новчаница. Ова фаза укључује тестирање различитих осигуравајућих карактеристика да би се проценило њихово деловање и да би се идентификовали могући проблеми окружења велике продукције. Већина тих активности се изводе помоћу штампарија које је ЕЦБ одобрила за производњу садашњих серија. На основу резултата индустријске фазе процене вредности, генералне спецификације за нове серије новчаница ће бити дефинисане и рад на дизајну ће почети. Дизајн нових новчаница ће бити базиран на теми "године и стилови" прве серије новчаница, и бројни други дизајнерски елементи из те серије ће

[105] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

бити преузети и искоришћени у новом дизајну. Изабран је дизајнер који ће редизајнирати садашње серије. Очекује се да прва новчаница нове серије буде издата за неколико година. Тачно време издавања нових новчаница ће зависисти од направљеног напретка у развоју нових карактеристика осигурања и у одбрани од фалсификовања. Различите вредности новчаница ће бити избачене у току неколико година.

3.10. Операције на отвореном тржишту

Одговарајуће вредности могу се користити преко националних граница као залог свих врста кредитних операција Евросистема помоћу одговарајућег модела централног банкарства (ССБМ), или кроз одговарајуће везе између ССС евро области. Евросистем обезбеђује ССБМ, док су одговарајуће везе решење тржишта. Количина залога у поседу Евросистема повећала се од 444 билиона евра у децембру 2005. год. на 514 билиона евра у децембру 2006. год. Све у свему, на крају 2006. год., залог преко граница представљао је 52.3% од укупног залога Евросистема.

3.11. Припреме за ширење ЕУ

Статистике играју веома важну улогу у надгледању тенденција спајања земаља чланица ЕУ које још увек не припадају ЕУ, и у припремама за извештаје о припајању. Статистички подаци потребни за процену направљеног напретка од стране земаља чланица у испуњавању критеријума о стабилности цена, фискалним позицијама и дугорочним каматаним стопама су обезбеђени од стране Евростата. ЕЦБ заједно са НЦБ земаља чланица, асистира Евростату са провизијама статистика дугорочних каматних стопа и сакупљају и комбинује додатне статистичке податке који допуњују 4 примарна индикатора о припајању. Како је процењивање процеса припајања зависно од квалитета и интегритета статистика, ЕЦБ пажљиво посматра

развоје у комбиновању и издавању ових статистика, посебно владиних финансијских статистика. ЕЦБ подржава иницијативе Европске Комисије које се тичу допуне Кода вежби за Евростат и НСИ. Подржавањем овог кода очекује се ојачање независности, и одговорности ових институција, које су од веома великог значаја за продукцију високо квалитетних и поузданих статистика у ЕУ.

3.12. Сарадња у финансијским кризним ситуацијама

Аранжмани за сарадњу у кризним ситуацијама између власти одговорних за очување финансијске стабилности на нивоу ЕУ побољшани су током 2006. год. БСЦ и Комитет Европских банкарских супервизора (ЦЕБС), направили су значајан напредак у идентификовању централног банкарства и вежби надгледања које се тичу размене информација и сарадње у кризним ситуацијама. Циљ је побољшање операционалне ефикасности постојећих аранжмана и идентификовање подручја где је потребан даљи напредак. Да би се побољшало разумевање допуне ових аранжмана, неколико вежби симулација финансијских криза су биле организоване. У априлу 2006. год., вежба симулације ЕУ одржана је под надзором Економског и финансијког Комитета, са циљем тестирања Меморандума Споразумевања (МоУ), који је био завршен у 2005. год. ЕСЦБ је помогао испуњење ове вежбе. Централне банке евро области су такође извеле овакве вежбе да би тестирале моћ Евросистема у сналажењу у кризним ситуацијама. Најскорија вежба била је одрађена у мају 2006. год., и укључила је спровођење операција монетарне политике, преглед и операције тржишних инфраструктура и очување финансијске стабилности.

3.13. Интернационална питања

На интернационално економско окружење 2006. год. наставиле су да делују велике неравнотеже текућих рачуна. У УН, дефицит текућег рачуна достигао је скоро 6.6% укупног БДП, у поређењу са 6.4% у претходним годинама; УН сада

апсорбују око 75% глобалних мрежних уштеђевина. Главни преписи дефицита УН се могу наћи у Азији и земљама које извозе нафту. У Азији, вишак текућег рачуна остао је солидан, у просеку достижући око 4.3% укупног БДП, што је одприлике исто као и у 2005. год. Вишкови текућих рачуна у Кини су достигли више од 7.2%,око 3.7% у Јапану и 2.7% у групи других Азијских земаља. Земље које су извозници нафте имају повећани вишак текућих рачуна у 2006. год (18.2% БДП) него у 2005. год. (15.1%). Одређене Азијске и економије земаља извозника нафте су такође наставиле да нагомилавају количине резервних вредности. Акумулација резерви је била посебно појачана у случају Кине, где је ниво сталних резерви достигао ниво од чак 1 трилион УСД. Евросистем је наставио да наглашава ризике и несигурности везане за наставак таквих неравнотежа, и наставио је подржавање заједничког приступа овом питању. Све кључне економије би зато требало да доприносе прогресивном прилагађавању овим неравнотежама, да би се сачували и ојачали проспекти за глобални раст и стабилност. План интернационалне политике садржи политике за:

1) повећања приватних и јавних уштеђевина у дефицитним земљама

2) допуну даљих структуралних реформи у економијама са малим потенцијалом раста, као и у надолазећим тржишним економијама са потребом за повећањем домаће апсорпције и побољшана ауторизације капитала, и

3) прихватање флексибилности разменских стопа у многим земљама и регионима којима недостаје таква флексибилност. Иако је неколико развоја и политичких мера ишло у добром правцу у 2006. год., потребна су даља адаптирања за смањење глобалних неравнотеза.[106]

Сама евро област представља субјекат вежби надгледања интернационалних политика. Комитет прегледа економије и развоја ИМФ и ОЕЦД су спровели своје регуларне прегледе евро области, као допуну њиховим прегледима појединачних земаља евро области. Прегледи су испитали монетарне, финансијске и економске политике евро области.

[106] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en

3.14. Сарадња са земљама изван ЕУ

Евросистем је продубио своју сарадњу са централним банкама ближих региона. Евросистем је одржао свој трећи билатерални високи семинар са Централним Банком Руске Федерације у октобру 2006. год., у Дрездену, који је заједнички организован од стране Немачке Банке и ЕЦБ. Циљ семинара било је ојачање дијалога и побољшање веза између Банке Русије и Евросистема, које су се појачале у претходних неколико година. Учесници семинара су имали прилику да размене погледе о тренутним изазовима за политику монетарних стопа и разменских стопа у Русији, и да расправљају о проспектима раста за Руску економију. Наставиће се са организовањем сличних догађаја, где ће се следећи семинар одржати у Москви, на јесен 2007. год. Трећи високи семинар Евросистема са гувернерима централних банака Евро-Медитеранских партнера ЕУ одржао се у Нафлиону, 25. јануара 2006. год., док ће се четврти одржати у Валенсији 28. марат 2007. год. Дискусије у Нафлиону су се фокусирале на либерализациони процес капиталних рачуна, и на напредак у модернизацији операционог оквира монетарне политике. Трећи високи семинар Евросистема са централним банкама Латино Америке, одржао се у Мадриду, 4. децембра 2006. год. Главне теме овде расправљане су о монетарним и финансијским импликацијама глобализације, менаџмента монетарне политике и акумулације резерви. Трећи високи семинар Евросистема са централним банкама Источно Азијског-Пацифицког региона одржан је у Сиднеју, 21. новембра 2006. год., који се фокусирао на глобалну неравнотежу и финансијску стабилност.

1. фебруара 2007. год., Евросистем је одржао високи семинар са централним банкама западне и централне Африке у Паризу, кога су заједнички организовале Банка Француске и ЕЦБ. ЕЦБ, заједно са 4 НЦБ (Немачке, Грчке, Француске и Италије), наставили су своју сарадњу са Банком Египта кроз програм техничког асистирања кога је основала ЕУ кроз оквир за помоћ Медитерану (МЕДА). Овај програм се појавио 1. децембра 2005. год., са циљем подршке реформе банкарског надгледања Банке Египта.

ЕЦБ је наставила да продубљује своје везе са земљама западног Балкана. Конференција ЕЦБ о "Монетарној политици и финансијској стабилности јужно-источне Европе", одржала се у Франкфурту, од 10-11 априла 2006. год. На конференцији су присуствовали старији експерти централних банака из свих јужно-

источних Европских земаља, као и представници Европске Комисије, интернационалних организација и академија. 16. фебруара 2006. год., ЕЦБ, је у своје име и у име 8 партнерских Централних Банака, потписала троструки протокол са Централном Банком Босне и Херцеговине, и Делегацијом Европске Комисије за Босну и Херцеговину, тиме олакшавајући сарадњу између ових странака. Током периода од 6 месеци од марта 2007. год., ЕЦБ и њених 8 партнера ће спровести одговарајуће процене да идентификују области где је потребан напредак у БиХ, да би унапредили операционе припреме за имплементацију стандарада у складу са оним које је усвојио ЕСЦБ. Тај програм процене је основала Европска Комисија.

Албанија је потписала стабилизациони споразум са ЕУ у јуну 2006. год., након преговора који су започети 2003. год. ЕЦБ је учествовала, заједно са другим интернационалним институцијама и централним банкама, у дијалогу са Банком Албаније о најбољем начину за увођење инфлационе стратегије за монетарну политику. У фебруару 2006. год., кооперацијско веће за Арапске земље залива (ГЦЦ) обратило се ЕЦБ са захтевом за асистенцију која се тиче установљења монетарне уније између ГЦЦ земаља чланица. ЕЦБ је пристала на овакав захтев.

Монетарна политика ЕЦБ у 2007. години

4. Одлуке монетарне политике

У 2007. год., ЕЦБ спровела је своју монетарну политику у окружењу здравог економског раста и снажне новчане и кредитне експанзије еувро области. Током године, средњорочни ризици по стабилност цена су остали високи, што су и регуларне монетарне и економске анализе Савета предвиделе. Да би се обуздали ови ризици, Савет је наставио да прилагођава позицију монетарне политике, повећавајући кључне каматне стопе ЕЦБ за укупно 50 основних бода у марту и јуну. Као резултат, минималне понуђене стопе као главних рефинансирајућих операција Евросистема подигле су се на 4 % у јуну 2007. год. Након повећане променљивости и конфузије на финансијским тржиштима на почетку августа 2007. год., који су били резултат погоршања на тржишту хипотека УН и процене ризика, изгледи за економску активност евро области, постали су обавијени великим несигурностима. С обзиром на потврду повећаних ризика по стабилност цена током средњег термина, у овом окружењу повећаних несигурности било је потребно сакупљање и процена информација пре било каквог доношења одлука о монетарној политици. Савет је због тога током друге половине године оставио кључне каматне стопе непромењеним[107]

Просечна годишња ХИЦП инфлација остала је на 2.1% у 2007. год., у поређењу са 2.2% у 2006. год.

[107] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

Слика 12, Кретање инфлације у 2007. год.



[108]

Инфлација је значајно варирала током године, што се може и видети на слици бр. 12., највише због развоја енергетских цена. Све до трећег квартала, годишња ХИЦП инфлација развијала се у складу са дефиницијом о стабилности цена ЕЦБ, делом као резултат повољних основних ефеката из развоја цена годину дана раније. При крају године, годишња инфлација је оштро порасла, достижући нивое знатно изнад 2%. Тај пораст највише је постојао због повећања интернационалних цена нафте и хране у другој половини 2007. год., којима су додали неповољни основни ефекти из пада енергетских цена у последњем кварталу 2006. год. У исто време, развоји зарада су остали умерени током 2007. год , упркос радничког окружењу снажног економског раста, ограничењима капацитета и сужавању тржишта. Ризици по стабилност цена током средњег термина су остали повећани. Ови ризици су укључивали: циљ додатних повећања цена нафте и пољопривредних добара, непредвиђених повећања административних цена и индиректних такси и могућа повећања снаге цена фирми.[109]

Економска активност евро области наставила је да се развија на солидним стопама током 2007. год. Док су извози евро области наставили да имају користи од снажног, али умереног глобалног раста, домаћи захтеви су били главни покретач

[108] http://sdw.ecb.europa.eu/

[109] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

настављене експанзије. У контексту финансијске узнемирености која је почела на почетку августа 2007. год., проспекти за економску активност су постали несигурнији а ризици појачани. Економске основе евро области су остале здраве, са уздржаном корпоративном профитабилношћу, снажним растом запослености, и падом стопама незапослености са 8.2% у 2006. год. на 7.4% у 2007. год., који је уједно био и најнижи ниво у последњих 25 год. С обзиром на изазове које су поставиле променљиве енергетске цене и финансијске турбуленције, реални БДП евро области је порастао за 2.6% на годишњој стопи у 2007. год. Док су краткорочни ризици по изглед економског раста били избалансирани током већег дела године, дугорочни ризици су остали негативни. Ови ризици су углавном били повезани са спољашним развојима, највише са могућим даљим повећањима цена нафте и других производних цена, глобалним неравнотежама и могућим заштитничким притисцима. Након почетка финансијске узнемирености, негативни ризици на раст су се појачали, са потенцијалним ударом на поновне процене вредности финансијских тржишта код финансијских услова, економских мишљења и глобалног окружења.[110]

Провера износа економских анализа са оним из монетарних анализа је потврдила повећане ризике по стабилност цена који су превагнули током средњих до дугорочних термина. Новац и кредит су наставили свој убрзани пораст током 2007. год. Иако је број привремених фактора (као што су финансијска узнемиреност и одређене трансакције везане за реструктуирање одређених банкарских група) утицао на развоје у агрегату М3. Широка процена извештаја је потврдила јачину позадинске стопе новчане и кредитне експанзије, посебно на страни уздржаног раста позајмица приватног сектора. Савет је због тога обратио посебну пажњу на монетарне развоје, такође са погледом на боље разумевање одговора финансијских институција, домаћинстава и фирми на узнемиреност финансијског тржишта у другој половини 2007. год.

Да би се некако обратио повећаним ризицима по стабилност цена идентификованим и у економским и у монетарним анализама, Савет је у марту и јуну одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основних поена. Након почетка финансијке узнемирености у августу 2007. год., проспекти економске активности евро области су били предмет веће од очекиване несигурности која је била у присуству повећане променљивости и поновне процене ризика финансијских

[110] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

тржишта. Насупрот овој позадини, Савет је одлучио да је потребно прикупљање даљих информација и проучавање даљих извештаја пре доношења било каквих одлука које се тичу монетарне политике. Са посебним разматрањем повећаног нивоа несигурности, Савет је кључне каматне стопе ЕЦБ оставио непромењеним током друге половине године.

4.1. Корекције монетарне политике

На почетку године, пристигле информације су даље подржале размишљања која су стајала иза повећања каматних стопа у 2006. год. Те пристигле информације су јасно потврдиле размишљања да су ризици по стабилност цена остали повећани, док се економска активност евро области ширила веома брзо. Са тромесечним повећањем од 0.8% у последњем кварталу 2006. год., реални БДП раст евро области је премашио ранија очекивања. Снажни доприноси домаћих захтева и извози су били главни покретачи раста, указујући на суздржану природу економске експанзије. Доступни поуздани индикатори су наставили да подржавају погледе Савета о томе да се брзи економски раст наставио и у првим месецима 2007. год. Изгледи средњег термина економске активности су остали повољни, са добрим условима за развој и раст економије евро области. У ЕЦБ макроекономским пројекцијама особља из марта 2007. год., обими пројектовани за економски раст су били позитивни у односу на оне из пројекција из децембра 2006. год., у већем делу рефлектујући настављено ојачање реалног БДП раста у другој половини 2006.год., и ниже енергетске цене, које имају позитиван ефекат на прави расположиви доходак. Просечни годишњи БДП раст би требало да буде између 2.1% и 2.9% у 2007. год., и између 1.9% и 2.9% у 2008. год. Што се тиче развоја цена, годишње ХИЦП инфлационе стопе су остале на 1.9% на почетку године, и тако су биле сагласне са дефиницијом о стабилности цена ЕЦБ. Пад код стопа главне инфлације од лета 2006. год. је највише био проузрокован због нижих енергетских цена. У проценама изгледа за развоје цена, Савет је нагласио важност перспективе и гледања изван могућих промена инфлационих стопа током 2007. год. У макроекономским пројекцијама особља ЕЦБ из марта 2007. год., горњи лимит за инфлацију у 2007. год. је био нижи од лимита који је био постављен у пројекцијама из децембра 2006. год., у већем делу

рефлектујући пад код цена нафте. Пројектована граница за инфлацију у 2008. год., је напротив била мало већа од оне из децембарских пројекција, углавном као резултат мешања снажнијих динамика раста евро области које би извршиле већи притисак на трошкове и профите. Просечна годишња ХИЦП инфлација би требало да буде између 1.5% и 2.1% у 2007. год., и између 1.4% и 2.6% у 2008. год.[111]

Износ монетарних анализа је потврдио позитивне ризике по стабилност цена који су били идентификовани и економским анализама. Настављена експанзија новца и кредита у окружењу обимне ликвидности је указивала на инфлационе ризике. На почетку 2007. год., годишњи М3 је достигао нивое који нису виђени још од увођења евра. Годишња стопа раста позајмица приватног сектора је остала снажна, у већем делу рефлектујући наставак позитивног тренда раста позајмица од не-финансијских корпорација који је забележен од средине 2004. год. У исто време, раст позајмица домаћинстава је показивао знаке умерености, иако је још увек био на високом нивоу. Монетарни извештаји су због тога потврдили упорни позитивни тренд у стопама новчане и кредитне експанзије који је посматран од средине 2004. год. Савет је због тога приметио да су монетарни развоји наставили да захтевају веома пажљиво надгледање, посебно у контексту економске експанзије и упорно јаких динамика тржишта евро области.

Све у свему, по погледу повећаних ризика по стабилност цена које су потврдиле и економске и монетарне анализе, Савет је одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основних поена, 8. Марта 2007. год. Што се тиче економске активности, доступни извештаји су јасно потврдили да економија евро области наставља да се шири бржим ритмом од очекиваног годину дана раније. Са тромесечном стопом раста од 0.8%, реални БДП раст је у првом кварталу 2007. год. поново премашио претходна очекивања.

Годишња ХИЦП инфлациона стопа остала је на 1.9% у мају, на нешто вишем нивоу од очекиваног раније у 2007. год., као резултат већих цена нафте. С обзиром по путању цена нафте због будућих уговора и на основу прошлих развоја енергетских цена, очекује се мањи пад годишњих инфлационих стопа пре значајног пораста при крају године. У погледу Савета, ризици за изгледе развоја цена су остали повећани. Ови ризици су највише били повезани са снажнијим од очекиваних развоја зарада у окружењу повећаног капацитета користи и постепеног побољшања

[111] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

радничких тржишта. Монетарне анализе су наставиле да потврђују повећане ризике по стабилност цена, са снажним стопама монетарне експанзије у контексту већ обимне ликвидности. Ово је рефлектовано у настављеним брзим растом и М3 и кредита. У исто време, након прегледа фактора који утичу на монетарне и кредитне развоје, појавили су се знаци да ће краткорочне каматне стопе утицати постепено на монетарну динамику.

Упоредан преглед износа економских анализа са износима монетарних анализа је подржао погледе Савета о томе да ће ризици по стабилност цена превагнути током средњег термина. Насупрот овој позадини, Савет је одлучио да повећа кључне каматне стопе ЕЦБ за још 25 основних поена, 6. јуна. Због тога ће бити загарантовано правовремено и ефикасно реаговање како би се обезбедила стабилност цена. Савет је такође нагласио да ће помно пратити све развоје да би спречио материјализовање ризика по стабилност цена током средњег термина.

4.2. Без промена кључних каматних стопа у другој половини 2007. год.

Током трећег квартала, пристигли извештаји о економској активности остали су позитивни, подржавајући погледе да је економија евро области наставила да се шири. Док је тромесечни реални БДП раст опао на 0.3% у другом кварталу, након 0.8% у првом кварталу, економски раст је у првој половини године био у сагласности са потенцијалима. Након избијања кризе код хипотека тржишта позајмица УН и финансијске несигурности у августу 2007. год., проспекти економске активности евро области су били предмет великог нивоа несигурности, што је гарантовало блиско посматрање свих развоја, а посебно развоја на финансијским тржиштима. У макроекономским пројекцијама особља ЕЦБ у септембру 2007. год., обим предвиђен за БДП раст у 2007. год. је био 2.2% до 2.8%, што је наговестило и благо нижу ревизију у поређењу са пројекцијама особља Евросистема из јуна 2007. год. Ово је углавном било проузроковано нешто вишим ценама нафте и нешто ужим финансијским условима. За 2008. год., пројектовани обим економског раста је остао између 1.8% и 2.8%, непромењен од јунских

пројекција особља Евросистема. Ризици на ове пројекције су процењени да су негативни.

Што се тиче развоја цена, годишња ХИЦП инфлација остала је на 1.7% у августу 2007. год., али током остатка године, инфлационе стопе су предвиђене да ће прећи 2%, већим делом одређене основним ефектима код енергетских цена. У пројекцијама особља ЕЦБ из септембра 2007. год., годишња ХИЦП инфлација би требало да буде између 1.9% и 2.1% у 2007. год., и између 1.5% и 2.5% у 2008. год., како је очекивано да ће опадајући притисак индиректних такси и енергетских цена започети притисцима који долазе из виших трошкова зарада. Монетарне анализе су наставиле да потврђују ове процене, са настављеном брзином стопа монетарне и кредитне експанзије, које су указивале на постојање ризика по стабилност цена. Насупрот постојању финансијског поремећаја, Савет се досетио да би променљивост финансијских тржишта могла утицати на монетарну динамику, зато што би промене ставова приватног сектора према ризику могле бити повезане са великим променама листа инвестирања у сигурније и ликвидније монетарне вредности. Због тога је Савет сматрао да су дубље анализе монетарних и кредитних извештаја веома потребне за боље разумевање утицаја финансијких развоја на монетарне развоје. С обзиром на преовладавање ризика по стабилности цена, које су потврдиле како економске тако и монетарне анализе, Савет је сматрао да су, с обзиром на велике несигурности у финансијској кризи, додатне информације потребне пре доношења даљих закључака за монетарну политику. Савет је одлучио да не мења кључне каматне стопе ЕЦБ у трећем кварталу, уверавајући да ће блиско пратити све развоје, посебно развоје финансијских тржишта, да би осигурао да се ризици по стабилност цена не материјализују. У последњем кварталу пристигли извештаји су потврдили уздржану природу економског ширења евро области. Реални БДП раст се повећао за 0.8% у трећем кварталу и са домаћим захтевима као главним покретачем. Доступни поуздани индикатори генерално су остали на нивоима који су указивали на текући економски раст у последњем кварталу, иако је он био умеренији него у трећем кварталу. Све у свему, процена Савета је била да су економске основе евро области остале здраве, са уздржаном профитабилношћу и снажним растом запослености. У децембру 2007. год, особље Евросистема је пројектовало обим реалног БДП раста између 2.4% и 2.8% у 2007. год., између 1.5% и 2.5% у 2008. год., и између 1.6% и 2.6% у 2009. год. Насупрт овој позадини, главни сценарио Савета о расту БДП је остао у месту за 2008. год. и 2009. год. Са домаће стране, и конзумирање и

инвестирање би требало да доприносе економском ширењу. Проспекти за економски раст су због тога остали отпорни, иако су ризице по ове изгледе остали негативни. Ови ризици су углавном били повезани са потенцијалним утицајима финансијске кризе на финансијске услове, са могућим негативним ефектима на раст у свету и евро области.[112]

На страни цена, годишња стопа ХИЦП инфлације је достигла нивое изнад 3% при крају године. Снажна повећања интернационалних цена нафте и хране, заједно са неповољним основним ефектима из енергетских цена, су били главни фактори покретачи ових развоја. Савет је закључио да ће стопе главне инфлације остати знатно изнад 2% у првим месецима 2008. год., пре поновног умеравања током године. Период виших стопа инфлације ће можда бити продужен више од претходно очекиваног. У децембру 2007. год., особље Евросистема је предвидело да ће се инфлација повећати на између 2% и 3% у 2008. год., пре умеравања на између 1.2% и 2.4% у 2009. год. На страни новца, није било пуно доказа да је финансијска криза из августа 2007. год. снажно утицала на динамику монетарне и кредитне експанзије. Раст позајмица банака домаћем приватном сектору је и даље остао велики у другој половини 2007. год., наговештавајући да залихе кредита нису угрожене. Све у свему, велика процена монетарних извештаја је показала да су стопе монетарне и кредитне експанзије и даље веома јаке.[113]

Са преовладавањем ризика по стабилност цена, императив је био избећи закаснеле ефекте на зараде и подешавања цена из привремено високих стопа инфлације, како би се обезбедила стабилност цена током средњег термина. Савет је због тога нагласио да веома пажљиво прати све развоје који се тичу евро области. Савет је одлучио да не повећава кључне каматне стопе ЕЦБ у последњем кварталу 2007. год. У исто време је јасно изразио да је монетарна политика ЕЦБ спремна да реагује правовремено и ефикасно како би се суочила са ризицима по стабилност цена .

[112] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

[113] 'ibid'

4.3. Монетарни, финансијски и економски развој

Годину 2007. поново су окарактерисали монетарни и кредитни раст, након ојачања од средине 2004. год. Ова снага је рефлектована у високим стопама раста и широког монетарног агрегата М3 и позајмица приватног сектора, које су се налазиле између 12% и 11.1% у последњем кварталу 2007. год. Широко базиране анализе монетарних развоја показују да раст М3 може да преувелича стопу монетарне експанзије. Снажан М3 раст може бити вођен теоријским захтевима за монетарне вредности. У исто време, повећања кључних каматних стопа од децембра 2005. год. су и даље наставила да утичу на новчане и кредитне развоје. Утицаји ових повећања краткорочних каматних стопа на монетарну динамику су остала видљива.

Посматрана финансијска криза од друге половине 2007. год. је имала ограничени утицај на динамику широког монетарног агрегата. Та криза је утицала на компоненте и преписе М3, посебно на оне који су везани за тензије на новчаним тржиштима. Међутим, промене монетарних вредности се очигледно нису догодиле. Ова процена је подржана детаљним анализама компоненти М3.

4.3.1. Компоненте М3

На страни компоненти, годишња стопа раста М1 се даље умерила да би стајала на 4.1% на крају 2007. год., далеко испод дуплих цифара посматраних између 2003. год. и 2005. год., пре повећања кључних каматних стопа ЕЦБ. Ово умеравање је видљиво у обе компоненте М1, и код брзих депозита и код валута у оптицају. На раст М1 у 2007. год. углавном су утицале две једнаке силе. На једној старни, постојао је опадајући ефекат који је долазио из повећања трошкова холдинга М1 повезаних са повећањима каматних стопа из децембра 2005. год. На другој страни, постојао је већи трансакциони захтев за М1 с обзиром на настављено јачање економске активности, као и жеље да се М1 задржи као штит у контексту скорашње финансијске кризе. Јачање посматрано од средине 2004. год., у годишњој стопи раста краткорочних депозита који нису брзи депозити (М2-М1) наставило се у 2007.

год., са том стопом раста достижући 17.8% у децембру. Допринос ових депозита на годишњи М3 раст се повећао на 6.6% у децембру, где су ови депозити били заслужни за већи део снажне монетарне експанзије као и за већи део њених динамика.

Слика бр. 13, Кретања М3 у 2007. год.



[114]

Међутим, овај снажан раст маскира различите конфликтне развоје различитих под-компоненти. Текући снажни приливи за краткорочне временске депозите, који су се развијали стопама од 41.4% у децембру, од 27.2% у децембру 2006. год., су били праћени сталним опадањем холдинга депозита који се поново могу исплатити за 3 месеца, са падом од 3.6% у години до децембра, након ниских нивоа раста на крају 2006. год. Обештећење краткорочних депозита је пратило повећања краткорочних каматних стопа новчаног тржишта. Ширење путем обештећења краткорочних уштедевинских депозита и брзих депозита се проширило, како се обештећење ових депозита умерено повећавало. Ово је подржало промене у временске депозите из М1 и уштедевинских депозите. Допринос инструмената на годишњу стопу раста М3 је био релативно снажан, 2.7% у децембру 2007. год. Овај снажан допринос прикрива различите конфликтне развоје пре и после почетка

[114] http://sdw.ecb.europa.eu/

финансијске кризе, који су постали видљиви у развојима под-компоненти. На пример, годишња стопа раста фонда јединица, акција новчаног тржишта је континуирано јачала до јула 2007. год. Неки фондови новчаног тржишта су се изложили кредитном тржишту како би повећали повраћаје и тиме превазишли њихов критеријум стопе новчаног тржишта. У контексту финансијске кризе, фондови јединица, акција новцаног тржишта били су погођени, што је довело до пада у њиховим стопама раста. Ови изливи су највероватније довели до аверзије према оваквим фондовима. Не инвестирање посматрано за ове фондове је било рефлектовано снажним приливима за МФИ краткорочна осигурања дугова. Између августа и новембра, држања таквих осигурања новчаног холдинга су се повећала најснажнијим стопама од почетка Фазе Три ЕМУ.[115]

4.4. Раст цена и трошкова

Свеукупна ХИЦП инфлација била је на 2.1% у просеку у 2007. год., 0.1% ниже него у претходне две године. Међутим, просек 2007. год. је у ствари резултат два различита шаблона ХИЦП: годишње инфлационе стопе су остале испод 2% и биле су релативно стабилне до краја лета, али су након тога брзо почеле да расту. У септембру 2007. год., инфлација потрошачких цена била је мало изнад 2% по први пут од августа 2006. год. Затим се повећала, са највишом стопом од 3.1% у новембру и децембру 2007. год. ХИЦП инфлациони развој у 2007. год. су већим делом били одређени снажним повећањима енергетских цена и цена хране. Ефекти повећања цена нафте на почетку 2007. год. на компоненту енергетских цена ХИЦП били су смањени повољним основним ефектима до јула 2007. год.; након тога, комбинација таласа промена цена нафте и неповољни основни ефекти су довели до доприноса из ове компоненте на свеукупну ХИЦП инфлацију. Годишње стопе промене цена необрађене хране остале су повишене током већег дела 2007. год., а цене обрађене хране су се убрзале од лета па надаље, доприносећи повећаној инфлацији у последњим месецима године. Као додатак, на ХИЦП инфлацију 2007. год. утицала су и 3% ВАТ повећања у Немачкој, која су ступила на снагу 1. јануара 2007. год.

[115] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

Трошкови зарада су остали умерени све до трећег квартала 2007. год., али је јединица трошкова зарада порасла након пада раста радничке продуктивности.[116]

4.5. На инфлацију су утицали раст енергетских цена и цена хране

Ако са више детаља погледамо ХИЦП развој у 2007. год., видећемо да су повећања цена нафте и основних ефеката из претходних развоја енергетских цена, заједно са повећањима цена хране, значајно утицали на раст инфлације. Средином јануара 2007. год., снажан негативан тренд код цена нафте на интернационалним тржиштима, који је започет августа 2006. год., дошао је на крају, и цене су поново почеле да се повећавају. У децембру 2007. год., цене нафте у еврима су биле за око 32% више од претходне године. У месецима у периоду између јануара и јула 2007. год., ефекти повећања цена нафте на компоненту енергетских цена ХИЦП су били смањени повољним основним ефектима из снажних повећања енергетских цена годину дана раније. Од септембра 2007. год. па надаље, комбинација таласа промена цена нафте и неповољни основни ефекти су довели до доприноса из енергетске компоненте на свеукупну ХИЦП инфлацију.У последњем кварталу, годишња стопа промене ХИЦП-а енергетских цена је била 8.1% у поређењу са 0.8% у просеку у прва три квартала. Док су основни ефекти утицали на месечне развоје ХИЦП инфлације, повољни и неповољни основни ефекти су били противтег једни другима за годину у целини, показујући да је допринос енергетске компоненте на свеукупну ХИЦП инфлацију у 2007. год рефлектовао повећања цена нафте током године.[117]

Доприноси других променљивих компоненти инфлације, цене необрађене хране, на свеукупну стопу инфлације такође су се повећали у 2007. год. Годишња стопа промене цена необрађене хране остала је узвишена током већег дела 2007. год., иако је месечне развоје карактерисала променљивост, посебно код промена цена воћа и поврћа, које су погодили лоши временски услови у Европи, посебно у пролеће 2007. год. Цене меса, које су се повећале у 2006. год., наставиле су да

[116] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

[117] 'ibid'

бележе повећане стопе раста у 2007. год. Ови развоји су рефлектовали повећања цена глобалних тржишта животињске хране и других производних трошкова.

Већи допринос на повећање инфлације при крају 2007. год. дошао је од цена обрађене хране, које су почеле да расту при крају лета. У последњем кварталу годишња стопа раста компоненте обрађене хране је била 4.5%, што је највиша стопа забележена од почетка Монетарне Уније, 1999. год. Повећање годишње стопе промене цена обрађене хране се десило у контексту снажних повећања цена неких пољопривредних производа на светским тржиштима, која су била вођена комбинацијом привремених и структуралних фактора. Подкомпоненте "хлеба и житарице" и "млеко, сира и јаја" су највише биле погођене. Цене не-енергетских индустријских добара су порасле за 1% у 2007. год., што је виша стопа од претходних година. Ово убрзање је углавном рефлектовало ефекте ВАТ повећања у Немачкој, притиске производних трошкова сигнализиране од стране домаћих производних цена, и чињеницу да је капацитет коришћења у производном сектору био на историјски високим нивоима током године. На крају, инфлација сервисних цена повећала се на почетку 2007. год., на коју су највише утицала ВАТ повећања у Немачкој, и остала на вишим нивоима током године. Док је годишња стопа раста свеукупне ХИЦП била стабилна током године, годишња стопа раста ХИЦП искључујући променљиве компоненте необрађене хране и енергије се повећала на 2% у 2007. год., од 1.5% у претходне две године. На овај показатељ је утицало ВАТ повећање у Немачкој на почетку године. До краја године, ХИЦП инфлација, искључујући необрађену храну и енергију, је достигла 2.3% што је највиши ниво од краја 2002. год.

Инфлација цена призводње опала је у првој половини године, највише због основних ефеката енергетске компоненте, а након тога се повећала, помогнута развојима цена енергије и хране. Годишња стопа промене индустријских произвођачких цена евро области била је 2.8% у 2007. год., знатно нижа него у претходне две године. Инфлација произвођачких цена, која је била на највишем нивоу од 6% у јулу 2006. год., је постепено опадала све до 1.8% у јулу 2007. год., највише због основних ефеката енергетске компоненте. Од септембра 2007. год., повишене годишње стопе раста енергетских произвођачких цена–помогнуте повећањима цена нафте и основним ефектима и раст цена производње хране су довели до повећања инфлације произвођачких цена. У децембру 2007. год. инфлација произвођачких цена стајала је на 4.3%. Годишња стопа раста цена

индустријских произвођача искључујући конструкцију и енергију је мало опала током године, али је ипак остала на узвишеним нивоима. Ови развоји су утицали на различите шаблоне главних компоненти. Годишња стопа раста цена средњих добара наставила је да постепено успорава током 2007. год., где је била на 3.5% у децембру, након 6.5% у августу 2006. год. У првој половини године, на цене средњих добара су и даље утицали притисци из виших цена индустријских сирових материјала.

Даље низ продукцијски ланац, цене потрошачких добара су наставиле узлазном путањом посматраном од средине 2005. год. Годишња стопа промене свеукупних цена потрошачких добара подигла се на 3.9% у децембру 2007. год., која је највиша стопа повећања још од почетка Монетарне Уније 1999. год. Овај развој је углавном вођен ценама краткорочних потрошачких добара. Искључујући цене дувана и хране, годишња стопа промене цена потрошачких добара остала је стабилна током године на око 1.3%.

4.6. Трошкови зарада

Годишња стопа раста компензације по запосленом је остала умерена током 2007. год. Просечна годишња стопа раста у прва три квартала 2007. год. била је 2%, мало нижа од просечне стопе забележене у 2006. год. Извештаји сектора показивали да су, као и у претходној години, стопе раста компензације по запосленом у 2007. год. су биле више у индустријском сектору него у сервисном сектору. У индустријском сектору, просечна стопа раста у прва три квартала 2007. год. била је у складу са развојима од почетка 2006. год. Годишња стопа раста компензације по запосленом у конструкционом сектору била је умерена током године, окружена првим знацима успоравања код запослености у овом сектору. Годишња стопа раста компензације по запосленом у сервисима током прва три кварталам 2007. год. била је нижа него у претходне две године. Просечни раст трошкова укупних сати радника у прва три квартала био је нижи од забележеног раста у 2006. год. Други доступни индикатори трошкова зарада су потврдили да су развоји зарада остали умерени у 2007. год. Преговарани раст зарада у 2007. год. је остао на 2.1% ,мало испод стопе забележене у 2006. год., иако су развоји плата варирали од земље до земље. Утицај ниже незапослености на уговоре о зарадама је остао релативно умерен. Чини се да су

структуралне реформе радничких и производних тржишта, промене састава радничких потреба и запосљења имали допринос на наставак умерених развоја трошкова зарада евро области. Упркос умереним развојима зарада, годишња стопа раста јединице трошкова зарада се повећала мало током године, углавном рефлектујући пад раста радничке продуктивности. Та јединица је у просеку расла за 1.1% у прва три квартала 2007. год., у поређењу са 0.9% и 1% у претходне две године. Та повећања су довела до успоравања у профитним развојима током 2007. год.[118]

4.7. Новчана маса

На крају 2007. год. број евро новчаница у оптицају стајао је на 12.1 билион, са вредношћу од 676.6 билиона евра, што је представљало повећање од 6.7% у количини и 7.7% у вредности у поређењу са нивоима измереним на крају 2006. год. (11.3 билиона новчаница са вредношћу од 628.2 билиона евра).

Број новцаница у оптицају се ширио од промене новца из 2002. год., иако опадајућом стопом раста. На крају 2007. год., просечна вредност новчаница у оптицају била је 55.85 евра (у поређењу са 55.36 евра годину дана раније). Процењено је да, у погледу вредности, између 10% и 20% евро новчаница у оптицају држе становници не-евро области, који настављају да стварају захтеве за евро новчанице.[119] Уколико се осврнемо на анализу вредности новчаница, видећемо да су новчанице од 50 и 100 евра показале најснажнији раст у оптицају, са порастом од 8.9% и 8.3%, а њих је пратила и новчаница од 500 евра, која је забележила пораст од 7.9%. Број осталих вредности новчаница у оптицају је растао стопама између 2% и 6%. У 2007. год., укупан број евро металног новца у оптицају је порастао за 9.1% на 75.8 билиона, док је вредност металног новца у оптицају достигла 58% (у поређењу са 57.3% годину дана раније).

[118] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

[119] 'ibid'

4.7.1. Креирање новца

Позитивнији тренд посматран код издавања и повлачења евро новчаница у претходним годинама се наставио и у 2007. год. У 2007. год., НЦБ евро области су издале 33.4 билиона новчаница, док је 32.7 билиона новчаница било враћено њима. Фреквенција враћања новчаница у оптицају мало је опала од 3.03 у 2006.год на 2.93 у 2007. год. НЦБ евро области проверавају сваку евро новчаницу враћену њима за одговарање у оптицају помоћу аутоматских машина како би се очувао квалитет и интегритет новчаница у оптицају. У 2007. год., НЦБ су идентификовале неких 5.5 билона новчаница као неодговарајуће за циркулацију и оне су биле замењене. Ово представља повећање од 5.1% у односу на претходну годину где је стопа неодговарања новчаница била 17%[120]

Након размештања оквира за детекцију фалсификата и сортирање новчаница за одговарање ЕЦБ од стране кредитних институције и других професионалних руковалаца новцем у националне аранжмане свих НЦБ евро области, кредитне институције и други професионални руковаоци новцем су добили период транзиције како би прилагодили своје процедуре рукавања новцем. Код допуне БРФ-а, НЦБ су пратиле неколико различитих приступа који узимају у обзир разлике националних ситуација (које се тичу економског и правног окружења, банкарске структуре). Док је у неколико земаља БРФ допуњен правним путем, у другим земљама, НЦБ су издале обавезне инструкције или су се прикључиле билатералним уговорним споразумима. Савет је у децембру 2007. год. прихватио препоруку Европске Комисије за преправку Регулације Савета (ЕЦ), о заштити евра од фалсификовања. У складу са овим предлогом, регулације ће укључити експлицитну обавезу кредитних институција и других професионалних руковалаца новцем да провере евро новчанице и метални новац који су добили, и такође ће садржати референцу коју ће дефинисати о методама провере рециклираних новчаница.[121]

ЕЦБ је наставила своје напоре, у сарадњи са НЦБ евро области, да обезбеди униформисану интерпретацију провизија БРФ током године. Адаптирањем својих операција у складу са БРФ, кредитне институције и други професионални руковаоци новцем ће ојачати своје могућности детекције могућих фалсификата. Такође ће

[120] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

[121] 'ibid'

обезбедити кредитним институцијама да своје потрошаче снабдевају новчаницама које су у добром стању, тиме им помажући да разликују праве од фалсификованих новчаница.

Укупно 6.3 билиона евро новчаница произведено је у 2007. год., у поређењу са 7 билиона у 2006. год. Редукција у производњи се највише појавила због мањег повећања у циркулацији у 2006. год. у односу на претходну годину и због производње дела будућих потребних новчаница у 2006. год. Ауторизација продукције еуро новчаница се и даље заснива на децентрализованом продукцијском сценарију који је усвојен у 2002. год. На основу овог аранжмана, свака НЦБ одговорна је за аранжирање додељеног дела од укупног дела потребног за одређене врсте новчаница.[122]

4.8. Мапа за веће уједињавање кеш сервиса НЦБ

У фебруару 2007. год., Савет је усвојио мапу са циљем постизања већег уједињавања кеш сервиса које нуди Евросистем. Ово је важно због тога што ће допустити независним странкама, посебно оним са великим активностима изван националних граница, да у потпуности остваре користи јединствене валуте. Процес припајања ће захтевати одређену флексибилност која се тиче потреба купаца, инфраструктуре новца и периоде транзиције због допуне. Као део мапе, од јула 2007. год., НЦБ су обезбедиле кеш сервисе на основу захтева кредитних институција евро области које се налазе изван њихове надлежности, и од краја 2007. год., депозити еуро металног новца од професионалних клијената се прихватају у свим НЦБ евро области.

Евросистем и даље разматра бројне будуће кораке, укључујући и електронску размену података са кредитним институцијама за депозите кеша и повлачења.

[122] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

4.9. Друга серија ЕВРО новчаница

У априлу 2005. год., Савет је одобрио план за развој и представљање друге серије евро новчаница. Од тада, ЕЦБ је обезбедила функционалне и техничке потребе за новчаницама, преко разних истраживања и активности. Преко ових активности се дошло до кратке листе корисних осигуравајућих одлика. Многи аспекти су узети у обзир, као на пример отпорност одлика на фасификовање, потребе контроле квалитета. У августу 2007. год., фаза индустријске контроле одговарања је завршена. Она је произвела пакет сигурносних одлика, које је Савет усвојио октобра 2007. год. Као додатак ранијих сигурносних одлика које су већ доказале своју ефикасност, неколико иновативних визуелних сигурносних одлика ће бити интегрисано у другу серију новчаница, како би се успешно борили против модерних техника фалсификовања.[123]

4.10. Аранжмани финансијске стабилности

Главни развоји на пољу аранжмана финансијске стабилности у 2007. год. су се тицали наставка открића велике симулационе вежбе финансијске кризе ЕУ која је изведена у априлу 2007. год. Импровизациона радна група за аранжмане финансијске стабилности ЕУ Економског и Финансијског комитета (ЕФЦ) која је изгласана да размотри неке од кључних питања на основу ове вежбе, поднела је свој званични извештај у септембру 2007. год., са бројним препорукама. Током ове дискусије, ЕЦБ нагласила је да би превенција финансијске кризе требало да буде главни фокус пажње посла, без занемаривања релевантних питања која се тичу менаџмента кризе, у колико се десе и њихово решавање. БСЦ, у сарадњи са Комитетом европских банкарских супервизора (ЦЕБС), развио је заједнички аналитички оквир за процену систематским импликација финансијске кризе са циљем обезбеђивања заједничког језика за дискусије између власти земаља чланица које су погођене финансисјком кризом. Ово ће допринети боље обрађање власти

[123] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

утицају кризе на њихове домаће финансијске системе и праве економије.

Као резултат ЕФЦ препорука, ЕЦОФИН веће се сложило октобра 2007. год. о стратешкој мапи ојачања аранжмана ЕУ за финансијску стабилност и у ЕУ и на националном нивоу. Као први корак, Веће је усвојило сет заједничких принципа за менаџмент изванграничне финансијске кризе који ће бити укључен у Меморандум Разумевања (МоУ), између централних банака, супервизора и финансијских министара ЕУ земаља чланица који ће бити потписан на пролеће 2008. год., као додатак ЕУ МоУ а потписаног 2005. год. Продужени МоУ ће такође садржати и горе поменути аналитички оквир.

ЕЦОФИН Веће, такође је охрабрило земље чланице које деле забринутост око финансијске кризе да развију и потпишу "добровољне специфицне кооперацијске аранжмане" који изграђују аранжмане за надгледање превенције кризе. Европска Комисија већ прегледа Директиву 2001/24/ЕЦ о реорганизацији и проширењу кредитних институција са циљем представљања предлога у 2008. год. о даљем побољшању ЕУ кризне резолуције банкарских група и менаџмента.

4.11. Интернационална питања

На интернационално економском окружење у 2007. год. наставиле су да делују велике тренутне глобалне неравнотеже рачуна, са неким примедбама које су се одиграле у УН и земљама које извозе нафту. У УН, дефицит тренутних рачуна је опао на 5.7% БДП, од 6.2% у 2006. год. У исто време, подешавања у УН нису директно утицала на позиције текућих рачуна Азијских економија, које су наставиле са вишковима, око 6.1% реалног БДП у просеку у поређењу са 5.3% у 2006. год. Вишкови текућих рачуна значајно су се повећали у Кини на 11.7% и Јапану 4.5%. И поред тога, економије које извозе нафту смањиле су своје вишкове текућих рачуна на 11.9% БДП, од 16.1% у 2006. год. Неке Азијске земље и економије које извозе нафту наставиле су да акумулирају одређене количине страних резерви. Акумулација резерви наставила је да буде веома битна у случају Кине, где су стране разменске резерве достигле ниво изнад УСД 1 трилион. Ово повећање је допринело порасту важности суверених фондова у глабалним финансијским тржиштима.

У неколико прилика, Евросистем је наставио да наглашава ризике и нереде

повезане са таквим неравнотежама. Такође је потврдио своју пуну подршку за кооперативан приступ оваквом проблему. Прогресивно и уредно подешавање неравнотежа ће подржати и ојачати просеке за глобални раст и стабилност. Интернационални политички распоред садржи политике које циљају на повећање приватних и јавних уштеђевина у земљама са дефицитима текућих рачуна, и наглашавају потребу за повећањем домаћих захтева као и побољшану капиталну ауторизацију у тржишним економијама. У Кини, помак према већој флексибилности је пожељан. Све у свему, неколико развоја и политичких мера отишло је у добром правцу у 2007. год., али су и даље потребне промене да бе се глобалне неравнотеже смањиле. Услови глобалног кредитног тржишта погоршали су се у 2007. год., зато што је поновна процена кредитног ризика довела до повећања неорганизације ликвидних услова у сегментима интербанкарског тржишта. И док су долазеће економије такође биле погођене оваквим развојима, утицај на њих је био мање опасан него у претходним епизодама глобалне финансијске турбуленције. Ова отпорност делом рефлектује и побољшане политичке оквире у овим земљама. Коначно, и сама евро област је предмет вежби интернационалних политичких надгледања. У 2007. год., и ИМФ и ОЕЦД Комитет за економски и развојни преглед су спровели своје регуларне прегледе монетраних, финансијских и економских политика евро области, као допуну њиховим прегледима индивидуалних земаља евро области. Консултација ИМФ и преглед ОЕЦД комитета за економски и развојни преглед су обезбедили прилику за корисне дискусије између ових интернационалних организација и ЕЦБ, председништва Еврогрупе и Европске Комисије. Након ових дискусија, ИМФ и ОЕЦД су обезбедили индивидуалне извештаје о процени политика евро области.[124]

4.12. Сарадња са земљама изван ЕУ

Евросистем је одржао и четврти билатерални семинар са Централном Банком Руске Федерације у Москви у октобру 2007. год. Након прегледања изазова и

[124] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

проспекта за увећање ЕУ, дискусија се фокусирала на импликације које се тичу Русије. Наставиће се са организовањем сличних догађаја, када ће следећи семинар бити организован у Аустрији, у Бечу у пролеће 2009. год. Након дискусије на Евросистем, семинару који је одржан у Дрездену у октобру 2006. год., Банка Русије је угостила радионицу за експерте о проспектима раста руске економије у Тули, 14. јуна 2007. год. Особље Банке Русије, као и други експерти, разменили су своје погледе са економистима Евросистема о детерминантима раста и проспектима за руску економију. Техничка кооперација са Банком Русије се наставља. На пример, ЕЦБ је угостила две посете у областима тржишних операција и унутрашњих финансија у октобру 2007. год. Банка Русије, ЕЦБ и НЦБ евро области су се такође повезале за сарадњу у програму обучавања за надгледање банкарства. Нови програм сарадње централних банака, кога је основала Европска Комисија, требало би да почне 1. априла 2008. год., а да се заврши у децембру 2010. год. Један од циљева овог програма јесте побољшање унутрашњег истраживачког капацитета Банке Русије преко трансфера ЕУ знања и искуства у области истраживања ризика.[125]

Четврти високи семинар Евросистема са гувернерима централних банака евро-Медитеранских партнера ЕУ одржан је у Валенсији, 28. марта 2007. год., док ће се пети семинар одржати у Каиру, 26.новембра 2008. год. Дискусије у Валенсији су се између осталог фокусирале на фискалну политику Медитеранских земаља и на евро-Медитеранску трговину. Такође се одиграло неколико ЕЦБ посета, нпр. банци Алжира (фебруар 2007. год.), Централној банци Туниса (новембар 2007. год.).[126]

ЕЦБ је наставила да продубљује своје везе са централним банкама и монетарним агенцијама земаља чланица Већа заливске сарадње (ГЦЦ). ЕЦБ је такође обезбедила савете у областима платних система и новчаница. Заједно са Немачком Банком, ЕЦБ ће организовати високи семинар Евросистема са централним банкама и монетарним властима ГЦЦ 11-12. марта 2008. год. 25. новембра 2007. год., ЕЦБ, заједно са 4 НЦБ евро области (Немачка, Грчка, Француска и Италија), завршила је двогодишњи кооперацијски програм са Централном Банком Египта. Програм је подржао реформу ове банке и подржао је представљање приступа за одбрану од ризика и побољшање надгледања ризика. За ову сврху, шест пројекта у

[125] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

[126] 'ibid'

области супервизије, инспекције, контроле, правних питања, обучавања и информацијске технологије су успостављени.[127]

ЕЦБ и бројне НЦБ су даље продубили своје везе са земљама Западног Балкана. Од 1-2. октобра 2007. год., ЕЦБ је организовала другу економску конференцију у Франкфурту, проширавајући свој фокус на све земље централне, источне и јужно-источне Европе. Старији експерти централних банака из земаља чланица ЕУ и јужно-источних Европских земаља, као и представници Европске Комисије, интернационалних организација и академија, расправљали су о одређеним аспектима и изазовима за припајања у региону.[128]

ЕЦБ, заједно са осам НЦБ је Централној Банци Босне и Херцеговине обезбедила извештај потребних анализа о напретку који би требало да се направи у одабраним централним банкарским областима у припреми за припајање ЕУ. Извештај који је закључио мисију иницирану 1. марта 2007. год., садржи препоруке о областима где ће Централна Банке Босне и Херцеговине морати да направи напредак у наредним годинама како би приближила своје стандарде са онима које је усвојила ЕСЦБ. Овај програм је оформила Европска Комисија.

[127] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en

[128] 'ibid'

Монетарна политика ЕЦБ у 2008. години

5. Одлуке монетарне политике

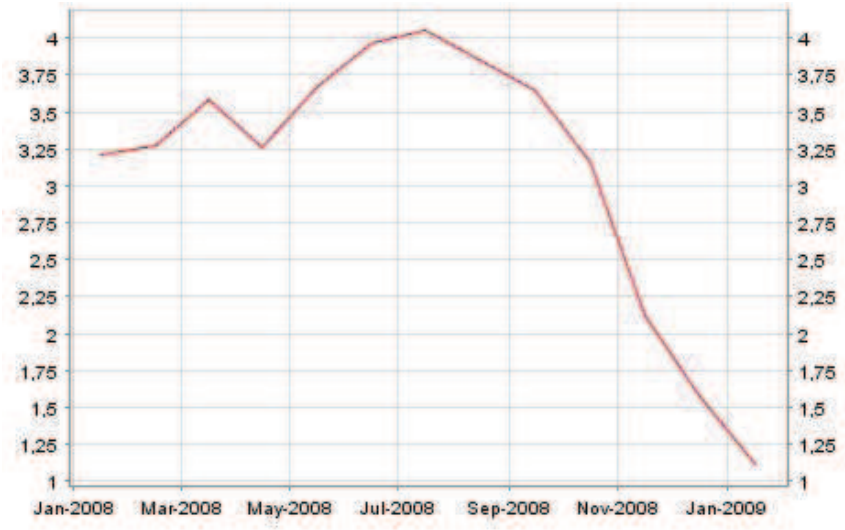
У 2008. год. ЕЦБ је спровела своју монетарну политику против финансијске кризе посматране од августа 2007. год. Савет је задржао кључне каматне стопе непромењеним у првој половини 2008. год., пре њиховог повећања за 25 основних поена у јулу, да би их затим смањио у три фазе за укупно 175 основних поена у последњем кварталу године. Развоји кључних ЕЦБ каматних стопа у 2008. год. су рефлектовали еволуцију ризика по стабилност цена током средњег термина, на које су снажно утицала два глобална феномена: развоји интернационалних производних цена, посебно енергетских цена и цена хране, и економски утицај текуће финансијске кризе, која се повећала средином септембра. У првој половини 2008. год., инфлациони притисци евро области су се повећали, већином као резултат веома брзих повећања производних цена. Годишња инфлација је остала изнад 2% током овог периода, са повећањем од 3.2% у јануару да би достигла врх од 4% у јуну и јулу, углавном због развоја енергетских цена и цена хране. Са повећаним инфлационим притисцима у присуству релативно уских радничких тржишта, ризик закаснелих ефеката се повећао. Ритам широког новчаног раста је остао убрзан, упркос постепеном успоравању од високих нивоа виђених у другој половини 2007. год. Да би се обуздали повећани ризици по стабилност цена и обезбедило да инфлациона оцекивања остану усидрена у складу са ЕЦБ дефиницијом о стабилности цена, Савет је подигао минималну понуђену стопу главних рефинансирајуцих операција за 25 основних поена на 4.25% у јулу 2008. год.

Према трећем кварталу, доступни извештаји из средине септембра су указали да су ризици по стабилност цена остали повећани. Несигурности које се тичу изгледа економских активности су остали прилични, између осталог највише због веома високих и променљивих производних цена, и тензија у финансијским тржиштима. Све у свему, негативни ризици по економске изгледе су превагнули. Од средине септембра, финансијска турбуленција се повећала значајно, што је проузроковало озбиљне нереде и оскудице ликвидности у многим сегментима финансијског тржишта и довело до погоршања глобалних економских изгледа. Инфлација је такође опала у последњим месецима и инфлациони притисци су ослабели. Вођена падовима производних цена, посебно цена нафте, годишња ХИЦП инфлација је опала у другој половини године, на 1.6% у децембру. Монетарни трендови, који су

наставили умеравање у другој половини године, подржали су поглед да су инфлациони притисци ослабљени. У овом контексту, главна рефинансирајућа стопа је била смањена за 50 основних поена на 3.75% 8. октобра у координираном покрету заједно са осталим великим ценралним банкама. Затим је она поново смањена за још 50 основних поена у новембру и за још 75 у децембру и стајала је на 2.5% на крају године.

Реални БДП раст евро области био је суздржан, али нешто испод тренда у првој половини године, Економски услови су се погоршали у другој половини 2008. год., посебно након интензивирања тензија финансијског тржишта средином септембра. Финансијска криза се проширила на праву економију моного више од претходно очекиваног. У трећем кварталу реални БДП раст се смањио за 0.2% по кварталу, где је последњи квартал видео проширено економско сужавање окружено повећаним несигурностима, са реалним БДП растом који се смањио за још 1.5%. Све у свему, реални БДП евро области се повећао за 0.8% у 2008. год., значајно мање од 2.7% забележених у 2007. год. Просечна годишња ХИЦП инфлација је била веома висока у 2008. год., на 3.3%, који је највећи ниво још од увођења евра, након 2% у претходним годинама.

Слика бр. 14, Кретање инфлације у 2008. год.



[129]

[129] http://sdw.ecb.europa.eu/

Инфлација се повећала од 3.2% у јануару, да би била на највишем нивоу од 4% у јуну и јулу, пре пада на 1.6% у децембру. Ови инфлациони развоји су углавном вођени глобалним развојима производних цена, посебно цена хране и енергије. Цене нафте су се повећале од око 100 УСД по барелу у јануару, на 150 УСД у јулу, пре пада на око 40 УСД по барелу у децембру. Током већег дела 2008. год., инфлационе стопе су стајале знатно изнад дефиниције ЕЦБ о стабилности цена, углавном због таквих развоја производних цена. Раст јединица трошкова зарада остао је снажан, вођен снажним повећањима зарада услед ужих трошкова зарада, и неких закаснелих ефеката, али и због цикличног успоравања раста радничке продуктивности касније у години. Знаци позитивног тока дугорочнијих инфлационих очекивања добијених из инструмената финансијског тржишта били су очигледни према средини године, али су нестали након повећања каматних стопа у јулу, и преокрета код цена производа, посебно нафте, што је смањило забринутости које се тичу закаснелих ефеката. Све у свему, упркос оштрим покретима посматраним у инфлацији због великих промена производних цена, мере надгледања инфлационих очекивања су остала усидрена на нивоима сагласним са стабилности цена, у складу са оријентацијом монетарне политике ЕЦБ. Ритам монетарне експанзије био је умерен током 2008. год., али је остао ојачан. Широка процена компоненти и преписа М3 је потврдила да је новчани раст остао сназан. Раст позајмица не-финансијског приватног сектора се такође умирио током године, у складу са сужавањем финансијских услова и слабије економске активности. Повећани стрес посматран у финансијском систему као резултат интензивирања финансисјких тензија у септембру је био видљив у монетарним извештајима при крају године. Што се тиче монетарних агрегата, тај повећани стрес је углавном покренуо промене међу компонентама М3, пре него што је имао утицај директно на М3. Позадински развоји позајмица на крају године потврдили су да је корпоративни кредит ослабио услед дужег периода динамичног раста. Ови развоји су углавном рефлектовали успоравање праве економске активности, иако су фактори снабдевања такође играли улогу, као што је и показао преглед банкарског позајмљивања Евросистема. Све у свему, монетарни трендови су показали да су инфлациони притисци ипак били ослабљени на крају године.[130]

[130] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

5.1. Инфлациони притисци довели су до повећања кључних каматних стопа ЕЦБ

Ако ближе погледамо одлуке монетарне политике предузете у 2008. год., онда годину можемо поделити на два дела: период до лета 2008. год., када су доступни извештаји у то време указивали на повећане ризике по стабилност цена, и период после лета, када су нове информације указивале да финансијске несигурности и глобално економско успоравање имали јачи утицај на активност евро области и да инфлациони прититисци ослабљују.[131]

У првој половини године, економске активности су карактерисали високи нивои несигурности који су се тицали поновне процене ризика финансијских тржишта и њихових потенцијалних утицаја на праву економију. Тромесечни раст почео је да се смирује током 2007. год. Индикатори пословне и потрошачке поверљивости су такође почели да опадају, али су у раним месецима 2008. год. ипак указивали на уздржани раст. Изгледи за економски раст су се мало умирили, али су ипак били повољни на почетку 2008. год.. Било је очекивано да ће се домаћи и страни захтеви умирити, али и да ће наставити да подржавају текући раст. Упркос неповољном ефекту виших производних цена, очекивало се да ће конзумирајући раст допринети економској експанзији, у складу са повећаном запосленошћу, како су стопе незапослености опале на нивое који нису виђени последњих 25 година. Са отпорном економском активности у надолазећим тржишним економијама која је очекивана да ублажи утицај који би економско успоравање УН имало на старни захтев евро области, од спољног захтева се очекује да обезбеди уздрзану подршку извозима еуро области. У првој половини године, пристигли макроекономски извештаји су наговестили да ће се реални БДП раст умирити, али само незнатно. Макроекономске пројекције особља Евросистема из јуна 2008. год. су предвиделе просечну годишњу стопу БДП раста између 1.5% и 2.1% у 2008. год., и између 1% и 2% у 2009. год. Док су пројекције за 2008. год. остале на нижем крају обима објављеном у децембру 2007. год., пројекције за 2009. год. су прегледане негативно. Несигурност која окружује изгледе за економски раст је била прилична. Ризици су углавном били повезани са могућим утицајима који ће они имати на финансијске

[131]http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

услове, са негативним утицајем на светски и раст евро области. Додатни ризици из додатних повећања цена нафте и производних цена, се тичу могућих неуредних дешавања због глобалних неравнотежа.[132] У исто време, евро област је доживела период повећаних годишњих стопа инфлације, углавном као резултат оштрих повећања цена енергије и хране на глобалном нивоу. Годишња инфлација је била изнад 3% на почетку године, и повећала се од 3.2% у јануару на 3.7% у мају. Савет је у јуну приметио да су се ризици по стабилност цена и даље повећали. Очекивало се да инфлација остане повећана током продуженог периода од претходно предвиђеног. Такође су постојали знаци варијација у дугорочнијим инфлационим очекивањима. Макроекономске пројекције особља Евросистема из јуна 2008. год., су предвиделе годишњу просечну инфлацију између 3.2% и 3.6% у 2008. год., и између 1.8% и 3% у 2009. год. Обими пројектовани за 2008. год. и 2009. год. су били значајније повећани од претходних, углавном рефлектујући повећане цене нафте и хране, и повећане инфлационе притиске у сервисним секторима. Такође је постојала брига да ће се раст зарада ојачати више од очекиваног. Упркос умеравању, годишња стопа раста монетарног агрегата М3 остала је снажна. Бројни привремени фактори су указали да је раст М3 превазишао ритам монетарне експанзије. Широка процена монетарних извештаја је потврдила да је позадинска стопа новчаног и кредитног раста ипак остала снажна.

Савет је узео у обзир да су се ризици по стабилност цена и даље повећавали. Такви ризици су углавном долазили из могућих закаснелих ефеката на зараде и постављање цена, али такође и из потенцијала за даље повећање цена нафте и хране. Могућа повећања административних цена и индиректних такси су такође створила повећане ризике по изгледе инфлације. С обзиром на снажан раст новчаних и кредитних агрегата, монетарне анализе су потврдиле индикације економских анализа да су повећани ризици по стабилност цена превагнули током средњег до дужег термина. Савет је нагласио своју одлуку да усидри та очекивања инфлације у складу са стабилности цена. Да би спречио закаснеле ефекте и супроставио се ризицима по стабилност цена, Савет је подигао кључне каматне стопе ЕЦБ за 25 основних поена 3. јула 2008. год., након одржавања стопа непромењеним од јуна 2007. год., са погледом на повећане несигурности у контексту текуће финансијске кризе. Савет је нагласио своју јаку вољу да одржи инфлациона очекивања у складу са стабилности

[132] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

цена. Ово би требало да сачува куповну моћ у средњем термину и настави да подржава раст и запосленост евро области. Према трећем кварталу, очекивано је да цифре реалног раста ЕЦБ, које је требало да се објаве за други квартал, буду знатно слабије од оних за први квартал. Док је ово делом била техничка реакција о снажном расту виђеном првим месецима године, такође је рефлектовало ослабљење раста ЕЦБ због спорије експанзије на глобалном нивоу и негативних ефеката високих и променљивих цена нафте и хране. Несигурност везана за изглед економске активности је остала прилична, највише због веома високих и променљивих производних цена и тензија финансијских тржишта.

У исто време, доступне информације у августу и септембру су потврдиле да ће највероватније годишње инфлационе стопе остати изнад нивоа сагласним са стабилности цена на продужени период. Након што је достигла 4% у јуну, инфлација је остала на 4% у јулу, и 3.8% у августу, већим делом као резултат директних и индиректних ефеката претходних снажних повећања енергетских цена и цена хране на глобалном нивоу. Такође је било потврђено да се раст плата убрзао значајно. Са успоравањем радничке продуктивности, догодила су се снажна повећања јединица трошкова зарада.

5.2. Ослабљени инфлациони притисци довели су до релаксације монетарне политике

Финансијске тензије биле су интензивније у септембру, и њима су доминирали догађаји на тржишту УН, посебно након банкрота Леман Браће 15. септембра. Ово је водило променљивости у свим сегментима финансијских тржишта, ниским новоима ликвидности преко бројних сегмената тржишта, значајнијем реструктуирању неколико великих финансијских институција, финансијској кризи на Исланду и ефектима корупције за друге земље. Криза финансијског тржишта, такође је довела до значајнијег повећања аверзије према ризику. Ово се може видети у повећању корпоративног и суверeног везног ширења, које има утицај на праву економију. На свом састанку 2. октобра, Савет је расправљао о интензивирању кризе финансијског тржишта, и њеном могућем

утицају на економску активност и инфлацију, при том препознајући висок ниво несигурности из скорашњих развоја. Како је светска економија осећала неповољне услове овог продуженог и јаког периода кризе финансијског тржишта, економска активност је такође била ослабљена у евро области. Инфлациони притисци бивали су умеренији у евро областима, као и у бројним другим већим земљама светске економије, углавном рефлектујући упечатљив пад енергетских и других производних цена. Инфлациона очекивања су опала, враћајући се на нивое сагласне са дефиницијом ЕЦБ о стабилности цена. Повећањем ризика раста, интензивирање финансијске кризе је такође смањило ризике по стабилност цена. У координираном покрету, Банка Канаде, Банка Енглеске, ЕЦБ, Федерални Систем Резерве, Шведска Банка, и Швајцарска Национална Банка су објавили редукције каматних стопа за 50 основних поена, са сазнањем да су инфлациони ризици евро области опали, и да су инфлациони притисци почели да се умирују. Изгледи за глобални раст су убрзо опали, имплицирајући смањење страних захтева који би имали негативан утицај на активност евро области. Индикатори пословне поверљивости, који су почели да опадају средином 2007. год., почели су још брже да опадају и достигли су најниже забележене нивое сваког месеца. Последњег квартала је била обележена широким економским успоравањем, са високим нивоом несигурности, и владе су објавиле економске стимулативне пакете. Пристигле информације о тренутним економским развојима су оправдале песимистичне изгледе, што се дешавало због материјализације претходно идентификованих ризика из тензија финансијких тржишта. Очекује се да ће глобална економска слабост и веома неактиван домаћи захтев истрајати у наредна неколико квартала. Макроекономске пројекције особља Евросистема из децембра 2008. год. за евро област су указале да су изгледи значајно опали. Годишњи реални БДП је пројектован за -1% и 0.0% за 2009. год., и између 0.5% и 1.5% за 2010. год. Економски изгледи су и даље остали обавијени великом несигурношћу, и ризици економског раста су остали негативни. Што се тиче развоја цена, годишња ХИЦП инфлација је опала, на 2.1% у новембру, од 3.2% у октобру и 3.6% у септембру. Очекивао се даљи пад инфлационих стопа у наредним месецима. Интензивирање и проширење кризе финансијског тржишта би могло да ослаби глобални и захтев евро области на продужени период. У таквом окружењу, узимајући у обзир снажне падове производних цена у протеклих неколико месеци, притисци цена, трошкова и зарада се такође очекују да ће се умирити. Пројекције особља Евросистема из децембра 2008. год. су предвиделе годишњу ХИЦП

инфлацију на између 1.1% и 1.7% у 2009. год., и између 1.5% и 2.1% за 2010. год. За 2009. год., ове пројекције су сачињавале негативне ревизије повезане са претходним пројекцијама, углавном рефлектујући велике падове посматране код производних цена, и утицај ослабљеног захтева. Што се тиче монетарних анализа, извештаји доступни са краја 2008. год., показали су да годишње стопе раста широких новчаних и кредитних агрегата наставиле да опадају. Интензивирање кризе финансијског тржишта посматрано од средине септембра је виђено као прекретница у еволуцији монетарних развоја, док су монетарни и кредитни извештаји за октобар указали на значајан утицај на понашање учесника тржишта.

Слика бр. 15, Кретање М3 у 2008. год.



[133]

Међутим, у новембру јавили су се неки знаци повратка шаблона монетарних развоја виђених првенствено код недостатка Леман Браће. Све у свему, и широки агрегат М3 и компоненте М3 које су блиско повезане са финансијским тензијама, су показали променљивост из месеца у месец пред крај 2008. год. Ако погледамо кроз ову променљивост, видећемо да је ритам широког новцаног раста почео да опада са врха виђеног у 2007. год. Међутим, интензивирање финансијских тензија виђено од средине септембра 2008. год. водило је до значајних замена међу компонентама М3. Монетарне анализе су такође указале на настављено умеравање стопе раста позајмица не-финансијском приватном сектору. Пре децембра ово је највише било

[133] http://sdw.ecb.europa.eu/

због слабости позајмица домаћинствима, посебно за куповине некретнина, али на крају године јасан пад је био и код стопе раста позајмица не-финансијским корпорацијама. Ови развоји су рефлектовали успоравање праве економске активности, иако преглед банкарског позајмљивања Евросистема показује да фактори набавке такође играју веома битну улогу. Повећани ниво стреса у финансијском систему је био очигледан у монетарним извештајима на крају године. Све у свему, монетарни трендови су и даље указали да инфлациони притисци настављају да слабе.[134]

На основу монетарних и економских анализа, Савет је одлучио да даље смањи кључне каматне стопе ЕЦБ за 50 основних поена, на састанку 6. новембра, у складу са редукцијом ризика по стабилност цена који долазе из материјализације негативних ризика по раст. На свом састанку, 4. децембра, Савет је одлучио да кључне каматне стопе ЕЦБ смањи за још 75 основних поена. Извештаји од последњег састанка показују да су се инфлациони притисци даље ослабили.[135]

5.3. Монетарни, финансијски и економски развој

Након врха у последњем кварталу 2007. год., ритам широког новчаног и кредитног раста евро области умирио се током 2008. год. Ово се може видети у опадању годишњих стопа раста широког монетарног агрегата М3 и МФИ позајмица приватном сектору, које су опале на 7.3% и 5.8% у децембру 2008. год., значајно ниже од 11.5% и 11.2% виђених годину дана раније. Упркос умеравању, М3 раст је ипак остао снажан у 2008. год. Ово је делом рефлектовало стимулативни ефекат који долази из релативно равног графикона приноса евро области, што је охрабрило промене дугорочних вредности у краткорочне монетарне инструменте који нису толико ризични. Међутим, ако ове и многе друге ефекте узмемо у обзир користећи анализе монетарних извештаја, стопа широке монетарне експанзије је остала снажна на крају године. Умеравање широког новчаног и кредитног раста током 2008. год. је рефлектовало утицај прошлих повећања каматних стопа, генерално ужих

[134] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[135] 'ibid'

финансијских услова и успоравање економске активности. Иако су повремено финансијске тензије имале значајан утицај на специфичне компоненте и преписе М3 који су највише били повезани са кризом, финансијска криза, све у свему није повећала оштре сломове умереног тренда широког новчаног и кредитног раста. У међувремену, резултати прегледа банкарског позајмљивања Евросистема су указали на прогресивно сужавање кредитних стандарда током године. [136]

5.3.1. Интензивирање финансијских тензија

Развоји финансијског тржишта након банкрота Лиман Брадерс (Leeman Brothers) средином септембра покренули су промене у понашању банкарских и сектора држања новца. С обзиром да је интензивирање финансијске кризе имало утицаја на цене вредности, богатство, финансијске институције и поверење, могуће је да ће МФИ биланси папири такође бити погођени на неколико начина са различитом јачином и различитим временским периодима. На пример, ово интензивирање финансијских тензија би могло покренути портфолио промене и између монетарних и између не-монетарних вредности и између индивидуалних монетарних инструмената. Извештаји доступни до децембра 2008. год. указују да како су се погоршале финансијске тензије тако су довеле до значајних поромена између различитих новчаних компоненти. На пример, приливи у М1 су се значајно повећали током септембра и октобра, што је указало на повећано преферирање ликвидних вредности у присуству финансијских несигурности, што је довело да замене свеукупног негативног тренда М1. Међутим, свеукупни утицај на М3 је био мали, посебно гледано кроз месечне променљивости. Док су банке морале да се окрену различитим механизмима финансијске подршке, није било пуно индикација оштрих прелома снабдевања банкарских позајмица након средине септембра који би могли да указу на исушивање позајмица не-финансијском приватном сектору, иако су се од тада месечни развоји умирили. Међутим, прегледи банкарских позајмица Евросистема указују на прогресивно сужавање кредитних стандарда примењених на позајмице.

[136] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

5.3.2. Развој компоненти М3

Што се тиче компоненти, годишња стопа раста М1 наставила је умеравање све до трећег квартала 2008. год., где је била 0.2% у августу, што је релативно ниже од стопе око 6% која је забележена у последњем кварталу 2007. год. Ово умеравање углавном је вођено развојима брзих депозита, који су имали негативне годишње приливе посматране у трећем кварталу. Све у свему, на раст М1 у 2008. год. највише је утицао опадајући ефекат који је резултат повећања трошкова холдинга М1 који су повезани са повећањима каматних стопа од децембра 2005. год. Тај ефекат је највероватније започет жељом за држањем М1 као одбране у контексту кризе финансијског тржишта. Од средине септембра, па надаље, М1 холдинг се мало повећао након повећања финансијских тензија.

У 2008. год., краткорочни депозити који нису брзи депозити остали су најдинамичнија компонента М3. Међутим, након константног ојачања од средине 2004. год., које се наставило у првој половини 2008. год., годишња стопа раста краткорочних депозита који нису брзи депозити, опала је у другој половини године, на 13.3% у децембру 2008. год. Допринос депозита годишњем М3 расту наставио је да се повећава током 2008. год., где је достигао 7.4% у трећем кварталу, што је делом започело опадања за друге компоненте М3. Међутим, он је изгубио своју снагу у последњем кварталу у складу са опадањима стопе раста. Међутим, овај снажан раст маскира различите развоје неколико под-компоненти, као што су текући снажни приливи за краткорочне временске депозите, који су расли стопом од око 40% у 2008. год., били праћени настављеним опадањем холдинга депозита који се поново могу купити у периоду од три месеца, који су у просеку опали за више од 2% током године. Све до последњег квартала исплата краткорочних временских депозита је пратила пораст каматних стопа новчаног тржишта. Ово је подржало промене унутар М3, углавом из М1 и уштеђевинских депозита у временске депозите. У исто време, краткорочни временски депозити нуде стопу исплате која је слична са оном из дугорочнијих вредности. Како су дугорочније вредности мање ликвидне и њихово држање је ризичније, тежи се повећању привлачности промене фондова у монетарне вредности изван М3. Интензивирање финансијских тензија у последњем кварталу је даље повећало привлачност временских депозита, где су банке морале да улажу додатане напоре како би привукле такве депозите у време када је било веома тешко

да се задрже финансијски ресурси новчаних тржишта и у време када су биле повећане гаранције банкарских депозита. Након константних повећања у 2007. год., годишња стопа раста тржишних инструмената (M3-M2) значајно је опала током 2008. год., на 1.7% у новембру. Затим се опоравила на 3% у децембру, док је у децембру 2007. год. била на 20%. Развоји ових инструмената су углавном били резултат уочљивих падова забележених у годишњим стопама раста фондова јединица-акција новчаног тржишта и осигурања дугова. Као резултат тога, допринос тржишних инструмената годишњој стопи раста M3 је опао на 0.6% у последњем кварталу 2008. год., у поређењу са 2.7% у последњем кварталу 2007. год.[137]

5.3.3. Раст цена и трошкова

Свеукупна ХИЦП инфлација у просеку била је 3.3% у 2008. год., што је представљало снажно повећање у односу на претходне године, када су годишње инфлационе стопе биле око 2.2% и била је изнад дефиниције ЕЦБ о стабилности цена. Раст за 2008. год. у целини је било резултат два снажна различита шаблона ХИЦП развоја током године. Са почетком од већ високог нивоа на крају 2007. год. од 3.1%, годишње инфлационе стопе су даље расле да би биле највише у јуну и јулу 2008. год. од 4%, да би након тога брзо опале у последњим месецима године на 1.6% у децембру.[138]

Снажно супротни развоји ХИЦП инфлације у 2008. год. били су доминирани шаблонима глобалних производних цена (енергетских цена, као и цена других производа, укључујући храну). У првој половини године, повећани светски захтеви наставили су да подижу производне цене, које су достигле екстремно високе нивое, док их је брзо успоравање активности у другој половини године одмах их спустило. Цене нафте су наставиле да се повећавају у првој половини 2008. год., након брзих повећања у 2007. год., и достигле су историјски високе нивое у јулу насупрот ужим условима набавке и захтева. Током друге половине године, цене нафте су опале ужурбано, и зауставиле се на нивое испод виђених на почетку године. У паралелном

[137] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[138] 'ibid'

развоју, инфлација цена обрађене хране, које је започета са већ високих нивоа на крају 2007. год., снажно се повећала током прве половине године као резултат светског сужавања производних инвентара хране, пре брзог опадања при крају године. ХИЦП инфлација, искључујући храну и енергију, остала је стабилна (на 1.9% у 2008. год, у поређењу са 1.8% у 2007. год.).[139]

Трошкови зарада су се повећали током прве половине 2008. год., са повећаним притиском на јединицу трошкова зарада у контексту обележеног цикличног пада раста радничке продуктивности. Ово је подигло озбиљне бриге за ризике од закаснелих ефеката у евро области, који су били највиши на средини године. Ове бриге су се смањиле у јесен како је економија ушла у фазу изражене контракције. Потрошачке инфлационе перцепције и очекивања, који су се повећали током прве половине године, достижући њихове највише нивое од увођења евра, почели су да се умеравају при крају године.[140]

5.4. На инфлацију су значајно утицали раст цена хране и енергије

Променљивост производних цена је била главни покретач изражених покрета ХИЦП инфлације евро области током 2008. год. Стална повећања годишње стопе, до врха од 4% у јуну и јулу, пратила су необична повећања производних индустријских, енергетских цена и цена хране. У вези са тим, брзи падови ХИЦП инфлације, на 1.6% до краја године, били су резултат снажног пада цена сирове нафте и смањења цена многих других глобалних производа, укључујући и храну, плус повољни основни ефекти, у контексту брзог опадања економске активности.

Изражени покрети енергетске компоненте ХИЦП су рефлектовали изненадне промене цена течног горива (као што су петрол, дизел, гориво за грејање) вођени глобалним ценама нафте у комбинацији са спорим одговорима не-нафтних енергетских компоненти (као што су гас и струја), који покушавају да прате цене сирове нафте. У јуну 2008. год. цене нафте у еврима су биле око 63% више од

[139] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[140] 'ibid'

претходне године. До децембра 2008. год., оне су биле за 49% ниже од претходне године, са падом од око 63% са врха у јуну 2008. год. Ове приметне варијације у годишњем извештају су такође биле наглашене израженим покретима рафинисаних количина. Годишње промене ХИЦП енергетских цена су биле највише у јулу 2008. год. на 17%, у поређењу са 9.1% у децембру 2007. год., пре њиховог брзог повлачења када су чак постале и негативне у децембру, када су стајале на 3.6%. Годишња стопа раста компоненте обрађене хране ХИЦП евро области је пратила профил сличан енергетској компоненти, са значајним растом у јесен 2007. год. пре снажног опадања од средине 2008. год. па надаље. Годишња стопа промене цена обрађене хране је достихла врх од 7.2% у јулу 2008. год., од 2% у јулу 2007. год., да би затим пала на 3.6% у децембру 2008. год. За године у целини, инфлација цена обрађене хране је у просеку била 6.1% у 2008. год., у поређењу са 2.8% у 2007. год. Насупрот томе, цене необрађене хране су порасле за 3.5% у 2008. год. у поређењу са 3% у 2007. год. Искључујући енергију и храну (обрађену и необрађену), ХИЦП инфлација је углавном била стабилна током године. Утицај запажено висих доприносних цена које потичу из виших производних цена је започет опадајућим ефектом притисака нижих цена увоза, у контексту снажног интернационалног такмичарства, као и повољним основним ефектима који су повезани са чињеницом да је 3% повећања у ВАТ представљеним у Немачкој изашло из годишњих инфлационих стопа на почетку 2008. год.[141]

Инфлација сервисних цена је била стабилна током већег дела 2008. год., иако је ипак остала на узвишеним нивоима од око 2.5%, након запаженог повећања у 2007. год. Индиректни утицај повећања цена глобалних производа, можда је допринео упорним ефектима на одређене сервисне компоненте, као што су транспортни сервиси и ресторани и кафићи. То је била против теза великом обиму изражених падова других сервисних компоненти, као што су комуникације.

[141] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

5.4.1. Раст произвођачких цена

Притисци цена ланца набавке су се повећали пред крај пролећа, насупрот позадини инфлације високих производних цена, погоршавајући бриге о инфлацији. Међутим ови притисци су се смањивали током лета, са падом у индексима цена (искључујући енергију и конструкцију) од октобра, производне цене су опадале веома брзо и притисци на факторе производње с ослабили.

Годишња стопа промене индустријских произвођачких цена евро области била је у просеку 6.2% у 2008. год., знатно виша од 2007. год. (2.8%). Након историјски високог нивоа од 9.2% у јулу 2008. год., стопа на годину инфлације произвођачких цена је брзо опала на 1.7% у децембру, углавном због развоја цена енергије и хране. Годишња стопа промене енергетских произвођачких цена достигла је врх од 24.9% у јулу 2008. год., али се вратила на 1.6% у децембру.[142]

Даље низ продукцијски ланац, снажно убрзање цена потрошачких добара посматрано у последњим месецима 2007. год. наставило се у првој половини 2008. год. Годишња стопа промене свеукупних цена потрошачких добара се подигла на 4.7% у марту 2008. год., што је највиша стопа од почетка Монетарне Уније 1999. год. Искључујући цене дувана и хране, годишња стопа промене цена потрошачких добара је остала иста током године. Све у свему, током године, генерално ослабљивање захтева евро области је резултирало значајно више такмичарским условима тржишта у неколико фаза продукције. Ово више такмичарско окружење, у комбинацији са опадањима светских производних цена, рефлектовано је у обимним извештајима стабилизација цена.[143]

5.5. Трошкови зарада

Доступни индикатори трошкова зарада евро области показују убрзање при крају 2007. год., и на почетку 2008. год., након година умерености плата. Просечна годишња стопа компензације по запосленом у прва три квартала године била је

[142] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[143] 'ibid'

3.3%, приметно виша од стопе забележене у периоду од 2005.-07. год., која је у просеку била између 1.8% и 2.5%. Сатна компензација осликава сличну слику, иако је први квартал била под утицајем раног времена Ускрса у 2008. год., што је резултовало повећању серије у том кварталу. Преговаране зараде су се такође убрзале током 2008. год., од између 2.1% и 2.3% где су биле у протеклим годинама, на 2.9% у првој половини године, и 3.4% у трећем кварталу и 3.5% у последњем кварталу.

Убрзање раста зарада у првом делу године рефлектовало, поред неких разлика у стопама раста запослености преко нивоа зарада, сужавање трошкова зарада и директне и индиректне утицаје прошлих ХИЦП развоја. Такође су постојали ризици да ће закаснели ефекти превазићи било какав могући опадајући утицај на трошкове зарада који долазе из постепеног успоравања активности које је предвиђено у то време. Брзо слабљење глобалних инфлационих притисака и изненадније и снажније од предвиђене контракција активности евро области, значајно су ослабили ризик од материјализације широко базираних закаснелих ефеката. Од фирми се очекивала имплементација мера обуздавања трошкова зарада у погледу несигурности која је окруживала изгледе евро области, а брзо погоршање услова трошкова зарада је такође допринело умеравању притисака трошкова зарада. Извештаји сектора су указали на хетерогено понашање у неким секторима. Стопе раста свих индикатора трошкова зарада су биле посебно високе за конструкциони сектор у 2008. год. Компензација по запосленом у сервисним секторима се такође повећала, посебно код не-тржишних сервиса. Инфлација трошкова зарада код индустријског сектора се само умерено повећала у просеку и показала велику променљивост током 2008. год.

С обзиром на успоравање активности и очекивани негативни утицај на радничку продуктивност, јединице трошкова зарада су се убрзале, смањујући пословне маргине. Годишњи раст радничке продуктивности се успорио на 0.2% у прва три квартала године у просеку, па је чак био и негативан у трећем кварталу, у односу на годишњу стопу раста у просеку од 1% у периоду од 2006.-07. год. Јединице трошкова зарада су се зато повећале са 1.6% у трећем кварталу 2007. год. на 3.6% до трећег квартала 2008. год. У прва три квартала 2008. год., јединице трошкова зарада су расле стопом од 3.2%, у поређењу са просечном стопом од 1.7% и 0.9% у 2007. год. и 2006. год. Ово убрзано повећање јединица трошкова тарада је

смањило профите у 2008. год., зато што компаније нису биле у могућности да у потпуности наставе ове више трошкове.[144]

5.6. Успоравање раста цена некретенина

Цене некретнина, које нису укључене у мерења ХИЦП, успориле су се у првој половини 2008. год., настављајући тренд успоравања посматран од друге половине 2005. год. Према последњим проценама, годишња стопа раста цена некретнина евро области опала је на 2.7% у првој половини 2008. год., од 3.9% у другој половини 2007. год. Извештаји земаља потврђују да је постепено умеравање инфлације цена некретнина евро области широко базирано у првој половини 2008. год., упркос одређеном степену хетерогености у неким земљама. Повећања цена некретнина су се успорила значајно у Белгији, Шпанији и Француској, у поређењу са периодом од 2006.-07. год. Цене некретнина су почеле да опадају у Ирској у другој половини 2007. год., и на Малти у првој половини 2008. год. Међутим, у Италији, Холандији, Португалу и Аустрији, повећања цена некретнина у првој половини 2008.год., могла су се упоредити са оним из 2007. год. У Немачкој. Извештаји показују мања повећања цена некретнина у 2008. год.[145]

5.7. Раст инфлационих перцепција и очекивања

Оштар пораст главне инфлације током прве половине 2008. год., повећао је фокус инфлационих перцепција и очекивања за процене будућих инфлационих развоја. Мере потрошачких квалитативних перцепција инфлација Европске Комисије током претходних 12 месеци су почеле да се повећавају, да би до средине 2008. год. достигли нивое који су били знатно изнад нивоа виђених од промене

[144] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[145] 'ibid'

новца у јануару 2002. год. До краја године, ове перцепције су се некако. Инфлациона очекивања потрошача за наредних 12 месеци су тежиле да се повећају у ранијим месецима 2008. год. до лета, пре смањења до краја године. Прегледи Европске Комисије обезбеђују мерења краткорочних очекивања што је у складу са посматраном инфлацијом. Информације добијене од професионалних прогнозера показују да су дугорочна инфлациона очекивања (5 год унапред) остала усидрена на нивоима око 2%, иако су постојале шансе од повећаних ризика. Ово се све променило према извештајима из Консензусне Економије, Барометра евро Зоне, и прегледа професионалних прогнозера ЕЦБ. Све у свему, до средине 2008. год, бројни индикатори надгледања и оних који су тржишно базирани, указали су на ризик да инфлациона очекивања постану неусидрена, што је захтевало јасан али избалансиран сигнал од стране ЕЦБ, тако да су до краја године, инфлациона очекивања опала на задовољавајуће нивое.[146]

5.8. Новчана маса

5.8.1. Циркулација новца

На крају 2008. год., број евро новчаница у оптицају стајао је на 13.1 билион, са вредношћу од 762.8 билиона евра. Ово је представљало повећање од 8.3% у погледу количине и 12.7% у погледу вредности, у односу на нивое на крају 2007. год. (12.1 билион новчаница са вредности од 676.6 билиона евра). Након интензивирања кризе финансијског тржишта, забележено је снажно повећање броја евро новчаница у оптицају у првој половини октобра 2008. год., што је једнако вредности од око 35 до 40 билиона евра.[147]

У последњем кварталу 2008. год., захтев је био прилично висок за вредности од 100 евра и 500 евра, и већим делом је вођен захтевима изван евро области. Као резултат тога, до краја године просечна вредност новчаница у оптицају се повећала на 58.15 евра у односу на 55.85 евра на крају претходне године. Статистике показују

[146] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[147] 'ibid'

да су мрежни трансфери евро новца од стране евро кредитних институција на дестинације изван евро области достигли укупну вредност од око 96 билиона евра до краја 2008. год., што представља део од око 13% укупне вредности евро новчаница у оптицају. Ови трансфери су постојали захваљујући повећању захтева становника страних земаља. Процењено је да око 20% евро новчаница у оптицају држе становници не-евро области.[148]

Ако погледамо анализу вредности новчаница, новчаница од 500 евра је показала највећи раст у оптицају, за 17.1% на крају 2008. год. у односу на ниво годину дана раније. Њу су пратиле новчанице од 100, 50 и 200 евра, које су порасле за 14,2%,10.6% и 9.3%. Број других вредности новчаница у оптицају је растао стопама од 3% до 6%. У 2008. год., укупан број евро металног новца у оптицају је порастао за 7.9% на 82,3 билиона, где је вредност порасла за 5,7% на 21.4 билиона евра. Кованице од 1 и 2 цента су били најзаслужније за овај пораст.

5.8.2. Креирање новца

У 2008. год., НЦБ евро области издале су 34.1 билион новчаница, док је 33.2 билиона новчаница враћено њима. Фреквенција враћања новчаница у оптицају је остала готово непромењена на 2.79, што значи да је у просеку једна новчаница проверена за аутентичност аутоматским машинама за обраду новчаница једном у четири месеца.

Од 2004. год., Евросистем спроводи годишње прегледе са циљем надгледања услова евро новчаница у оптицају на нивоу евро области. Услови евро новчаница су постали више хомогени унутар евро области, рефлектујући координиране политике издавања, сортирања Евросистема. НЦБ су идентификовале неких 5.6 билиона новчаница као непогодне за циркулацију и замениле их. Стопа неодговарања за оптицај, око 17%, је остала приближна стопи забележеној годину дана раније.

[148]http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

5.9. Операције на отвореном тржишту

ЦЦБМ остао је главни канал за трансфер изванграничног залога Евросистем монетарне политике и кредитних операција које се дешавају у једном дану. Одговоран је за 36.7% укупног залога Евросистема у 2008. год. Вредности држане кроз ЦЦБМ повећале су се од 558 билиона евра на крају 2007. год., на 713 билиона евра на крају 2008. год.

Оквир ЦЦБМ је прегледан како би се омогућила интеграција нових земаља чланица. Потписан је ЦЦБМ споразум са Народном Банком Словеније у контексту припајања Словеније евро области. Упркос успесима и доприносима процесу финансијске интеграције, ЦЦБМ је имао и неке мане, које су углавном повезане са чињеницом да је он био дизајниран као привремено решење које се ослања на прицип минималне хармонизације. Ове мане, у комбинацији са порастом важности изванграничних залога, су довели до одлуке Савета, 8. марта 2007. год., да прегледа операције на отвореном тржишту и да створи нови систем, ЦЦБМ2. Учесници тржишта су такође били укључени преко јавних консултација. С обзиром на позитивне одговоре о иницијативи Евросистема, Савет је 17. јула 2008. год. одлучио да избаци ЦЦБМ2 пројекат. Развој и рад на ЦЦБМ2, на страни Евросистема, су додељени Националној Банци Белгије и Банци Холандије. Циљ ЦЦБМ2 је да консолидује унутрашње системе менаџмента залога Евросистема, тиме их чинећи веома ефикасним. Обим новог ЦЦБМ2 система је много већи од садашњег система.[149]

Учествовање НЦБ евро области на ЦЦБМ2 ће бити добровољно, и биће усвојен модуларни приступ. ЦЦБМ2 ће се састојати из неколико модула. Кроз овакав мандаторни модул, биће обезбеђена стандардизована интеракција између Еуросистема и дупликата. Овакав приступ обезбеђује НЦБ флексибилност да изаберу било који модул који њима одговара. У данашњој фази пројекта, Евросистем развија детаљне спецификације за кориснике на основу одобрених корисничких потреба. Евросистем ће одржавати отворени дијалог са учесницима тржишта током фазе ЦЦБМ2 пројекта.[150]

---

[149] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[150] 'ibid'

5.9.1. Аранжмани финансијске стабилности

Избачене су иницијативе, како интернационално тако и у ЕУ, како би се обратили на слабости свеукупне финансијске стабилности коју је открила финансијска криза. У априлу 2008. год., Форум Финансијске Стабилности (ФСФ) је предложио препоруке за побољшање тржишне и институционалне отпорности. У овом контексту, очекује се од власти да ојачају и очисте националне и извангранични аранжмане који се суочавају са слабим банкама, као и да прегледају и где је потребно ојачају, аранжмане депозитних осигурања.[151]

У мају 2008. год., ЕЦОФИН веће је допунило ЕУ мапу за аранжмане ојачања финансијске стабилности која је усвојена у октобру 2007. год. У складу са овом мапом, МоУ за извангранични финансијску стабилност између ЕУ власти надгледања, финансијских министара и централних банака је ступио на снагу 1. јуна 2008. год. БСЦ је асистирао одговарајућим властима у допуни МоУа. БСЦ је такође прегледао кључне функције кризног менаџмента који се налазе у земљама чланицама.[152] У октобру 2008. год., земље чланице ЕУ су предузеле бројне иницијативе како би осигурале да дизајн националних стабилизацијских мера које би разрешиле финансијску кризу не води негативним ефектима.

Прво, ЕЦОФИН је 7. октобра одлучио да повећа ЕУ минималну заштиту за индивидуалне депозите на 50,000 евра најмање за једну годину. Као резултат, Комисија је усвојила предлог за промену директиве семе депозитне гаранције, 15. октобра 2008. год. Директива ће повећати ниво мандаторне заштите индивидуалних депозита на 50.000 евра до јуна 2009. год., и на 100,000 евра до краја 2010. год., уколико Комисија ово не прогласи одговарајуће. Друго, сет "ЕУ заједничких принципа" је дефинисан, и они су допуњени тачнијим водичима који су прихваћени на самиту евро земаља у Паризу 12. октобра, и које су свих 27 земаља чланица прихватиле на састанку Европског Већа од 15-16. октобра. Они су одредили, између осталог, заједничке одлике интерванција земаља чланица.[153]

У случају мера које циљају на "ограничену ликвидност финансијски здравих банака", прихваћено је да ће се владине гаранције обезбедити за нова средњерочна

---

[151] http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en

[152] 'ibid'

[153] 'ibid'

(до 5 год.) издавања дугова банака. Критеријум око тога које финансијске институције су одговарајуће да учествују у шеми гаранција мора бити не – дискриминишући. Шема ће такође бити ограничена и истиче 31. децембра 2009. год. Париска декларација изјављује да владе морају да "раде у сарадњи са ЕЦБ да би биле сагласне са менаџментом ликвидности Еуросистема и да се поклапају са операционим оквиром Евросистема". Што се тиче рекапитализацијских мера, земље чланице су одлучиле да капитал начине доступним свим битним финансијским институцијама. Иако су владе себе обавезале да обезбеде одговарајућу количину капитала када је потребно, такође ће генерално утицати на повећање приватног капитала. Европски Савет је на свом састанку од 15-16. Октобра нагласио важност механизама сарадње и и прогласио установљење "ћелије финансијске кризе". Ова ћелија, у којој председник ЕЦБ учествује, циља да побољша кризни менаџмент између земаља чланица ЕУ путем мера које укључују информативна упозорења, размену информација и мехнизме процене. Европски Савет је такође нагласио важност одржавања регуларних састанака националних супервизора. ЕЦОФИН веће је на свом састанку 2. децембра 2008. год., посебно нагласило потребу да се установи, без одлагања, национална шема подржавања банкарског сектора у погледу гаранција, и посебно, рекапитулирајућег плана. Од Европске Комисије се захтевало да блиско сарађује са ЕЦБ на овим питањима. Са циљем побољшавања стабилности финансијског система, Евросистем је издао препоруке владиних гаранција за банкарске дугове и о ценама банкарске рекапитулације.

У фебруару 2009. год., ЕЦОФИН веће се сложило да, у циљу сачувања стабилности банкарског сектора, мере које се баве ослабљеним вредностима могу у одређеним случајевима да допуњују Владине гаранције за банкарске дугове и рекапитулацију. Ове мере би требало да буду у складу са принципима из октобра 2008. год. Европска Комисисја је у сарадњи са ЕЦБ обезбедила елементе у овом случају на ЕУ нивоу.

Монетарна политика ЕЦБ у 2009. години

У 2009. год. ЕЦБ наставила је да функционише као сидро стабилности и поверења у изазовном окружењу глобалне финансијске кризе. Након тешког интензивирања тензија финансијских тржишта у јесен 2008. год., година 2009. почела је са брзим и синхронизованим падом привредне активности у свету. Ово је праћено постепеним опоравком у току године, док је ниво инфлације био и даље веома низак. Све у свему, реални БДП евро зоне смањио се за 4,0% у 2009. год., а просечна годишња инфлација износила је 0,3%. Истовремено, средњорочна и дугорочна инфлаторна очекивања остала су чврсто усидрена у складу са циљем Савета за вођење испод стопе инфлације, али близу 2% у односу на средњи рок. Ово одражава висок степен кредибилитета монетарне политике ЕЦБ. У таквом окружењу, а као одговор на наставак притајених инфлаторних притисака, Савет је у првих неколико месеци 2009. год. снизио стопу на главним операцијама рефинансирања додатних 150 базних поена, на 1%, што је ниво који није виђен у новијој историји у земљама еврозоне. Савет оставио је кључне каматне стопе ЕЦБ непромењене до краја године. Поред тога, са циљем да се обезбеди одговарајући пренос импулса монетарне политике у време када је функционисање финансијског система озбиљно ометало, Савет је проширио своје напредне мере кредитне подршке. Ове мере су дизајниране да подрже услове финансирања и ток кредита у привреди изван онога што се може постићи кроз смањење кључних каматних стопа ЕЦБ. Биле су прилагођене финансијској структури у привреди еврозоне - где банке имају значајну улогу у финансирању домаћинстава и предузећа - и помогле су да се одржи проток кредита у привреду. Конкретно, ЕЦБ је наставила да обезбеђује ликвидност поступком са фиксном каматном са пуним увећањем у свим операцијама рефинансирања и даље да продужава максимално доспеће својих пословања рефинансирањем. Спроведено је три операције са роком доспећа од 12 месеци у 2009. год.[154] Као резултат тога, услови финансирања у еврозони знатно су се поправили у току године, што се огледа нарочито у смањењу маржи на тржишту новца и свеукупан пад на финансијском тржишту. У току 2009. год. било је знакова повећања стабилизације привредних активности у зони евра и шире. Паралелно побољшање финансијских тржишних услова смањило је потребу за ванредно посредовање од стране Евросистема. Узимајући у обзир ове побољшања, у децембру 2009. год. Савет је покренуо постепено смањивање нестандардних мера које више

[154] Annual report 2009. str 10

нису потребне. Ова правовремена одлука је донета да би се избегле дисторзије у вези са одржавањем нестандардних мера сувише дуго, као и да се обезбеди подстицај за банке, да наставе израду неопходних прилагођавања у својим билансима. У исто време, појачана кредитна подршка Евросистема наставља да обезбеђује пружање ликвидности на области банкарства евро система, олакшавање пружања кредита привреди евро подручја и даље подстицање опоравка. Што се тиче фискалне политике, као и у другим напредним економијама, позиције буџета у земљама еврозоне погоршавају се веома значајно у 2009. год., што одражава велику економску контракцију и експанзивне фискалне политике, што је укључивало фискалне стимулативне мере и мере подршке владе за финансијски сектор . Према економској прогнози Европске комисије из јесени, новембра 2009. год., рацио просечног укупног дефицита владе у еврозони порастао је са 2,0% БДП у 2008. год. на 6,4% у 2009. год. У том контексту, од велике је важности ажурирани програм стабилности сваке земље еврозоне потврђује добро дефинисане корективне мере у складу са одговарајућим процедурама превеликог дефицита и јасно поставља фискални излаз и консолидацију стратегија за наредни период, са јаким акцентом на расходе реформи. Кључни изазов у циљу јачања одрживог раста и стварање радних места јесте убрзање структурних реформи. Конкретно, реформе су неопходне у финансијском сектору, где примерено реструктурирање банкарског сектора игра важну улогу. Стабилни биланси, ефикасно управљање ризиком и транспарентани, робусни пословни модели су кључ за јачање отпорности банака на шокове, чиме се постављају темељи за одрживи раст и финансијску стабилност. У случају тржишта, политике које подстичу иновације треба да буду развијене, да убрзају реструктурирање и инвестиције и стварање нових пословних прилика. У тржиштима рада, поставка умерених зарада, ефикасни подстицаји за рад и довољно флексибилности тржишта рада су неопходни како би се избегла значајна и висока структурна незапосленост у наредним годинама.

Политика и регулаторни одговори на финансијску кризу ухватили су замах у 2009. год. са бројем конкретних предлога за унапређење финансијске стабилности оквира на европском и глобалном нивоу. Извештај групе високог нивоа, где је председавао Жак де Ларосијер, објављен у фебруару 2009. год, изнео је низ препорука за нови ЕУ институционални оквир за надзор. Европска комисија је пратила ове препоруке у септембру издавањем законских предлога Савету ЕУ и Европском парламенту. Предлози у вези, прво, успостављања европског одбора

системског ризика (ЕСРБ), одговорног за вођење макроекономског надзора опреза, и, друго, европског система финансијских супервизора - која се састоји од три мреже европских надзорних органа и надлежног националног надзорног органа - одговорног за микро-пруденцијалне супервизије. ЕЦБ је подржала предлоге Комисије у својим мишљењима. Главни задатак ЕСРБ биће да идентификује и процени ризике за стабилност финансијског система ЕУ, као и да изда упозорење ризика и, када је потребно, препоруке политике за њихово отклањање. Обављање тих послова, на основу свеобухватне информационе базе и ефикасних макро-пруденцијалних инструмената, може се очекивати да допринесе посебној финансијској стабилности у ЕУ. ЕЦБ, спремна је да блиско сарађује са свих 27 националних централних банака ЕСЦБ и надлежних надзорних органа да подрже ЕСРБ у обављању тих послова. На глобалном нивоу, самит у Лондону Г20 шефова држава или влада у априлу 2009. год био је прекретница. Основан је одбор за финансијску стабилност (ФСБ), као наследник Форума финансијске стабилности, са проширеним чланством и јачањем мандата за очување финансијске стабилности. ЕЦБ је члан ФСБ и доприноси активно испуњавању своје мисије, и као члан њеног Управног одбора. Г20 Самит, подстицај за регулаторну реформу широког спектра, која је донета од тела за постављање стандарда и од стране Европске комисије. ЕЦБ је подржала и допринела овој реформи кроз учешће у релевантним форумима и пружање савета на глобалном и на нивоу ЕУ у областима као што су ревизија капиталних захтева банака, унапређење рачуноводствених правила и аранжмани за финансијско кризно управљање и резолуције.

Током 2009. год ЕЦБ наставила је да активно подстиче иницијативе усмерене на јачање стабилности и интеграције у финансијском тржишту инфраструктуре. У фебруару 2009. год. ЕЦБ објавила је "надгледање политичког оквира Евросистема", који описује улогу Евросистема у пољу надзора, метода и инструмената који Евросистем користи у том погледу, као и расподелу одговорности у оквиру Евросистема. У циљу унапређења безбедности, поузданости и ефикасности Европског пост-трговинског сектора, ЕСЦБ и Одбор европских регулатора хартија од вредности (ЦЕСР) припремио је препоручене системе за хартије од вредности за централне комитенте у ЕУ. Поред тога, ЕЦБ наставила је да делује као катализатор за активности приватног сектора кроз олакшавање колективних акција. Једна иницијатива плаћања евро зони (СЕПА), коју ЕЦБ снажно подржава од њеног оснивања, достигла је свој други велики корак са лансирањем СЕПА директног

задуживања у новембру 2009. год. По први пут, сада постоји истински услуга европског директног плаћања. У области услуга централне банке, једна платформа ТАРГЕТ2, Евросистемов систем плаћања велике вредности, сада омогућава да 23 централне банке ЕУ и њихове корисничке заједнице имају користи од исте свеобухватне и напредне услуге бруто поравнања у реалном времену. Осим тога, напредак је направљен оу оснивању заједничког, неутралног поравнања хартија од вредности услуга под називом ТАРГЕТ2-Хартије од вредности (Т2С). До фебруара 2010. год. Централни регистар хартија је потписао Меморандум о разумевању са Евросистемом, пристао је да користи Т2С када почне са радом. Поред тога, централне банке Данске, Шведске и Норвешке, уз подршку својих националних тржишта, изразиле су интересовање за измирење трансакција хартијама у својим националним валутама у Т2С. Рад је настављен и током 2009. год. о успостављању јединствене дељиве платформе (ЦЦБМ2) за мобилизацију колатерална Евросистем. ЦЦБМ2 ће омогућити Евросистему да обезбеди ефикасна и трошковно оптимизована колатерална управљања и напредне услуге за управљање ликвидношћу код партнера у Евросистему.

У 2009. год. ЕЦБ завршила је реформу свог пензионог плана за особље да би се обезбедила дугорочна финансијска одрживост. Да би заштитили стечена права, постојећи пензиони план је замрзнут 31. маја 2009. год, а нови пензиони систем уведен је 1. јуна 2009. год. Изградња нових објеката ЕЦБ је одобрено у 2009. год. Након лансирања нове стратегије набавки за грађевинске радове, укупно 44 јавних тендера је спроведено, а пријаве су примљене од више од 400 грађевинских компанија. До краја 2009. год. ЕЦБ примљене понуде за посао представљају око 80% од обрачунатих трошкова изградње. Углавном као резултат високог степена конкуренције, укупан износ свих понуда је у оквиру предвиђеног буџета. На основу овог повољног исхода, Савет је одлучио у децембру 2009. год. да финализује уговор, а почетак изградње у пролеће 2010. год., да покрене поступке јавних тендера за преостале занатске радове и много тога у току 2010. год. Завршетак зграде предвиђен је за крај 2013. год. ЕЦБ је стекла вишак од 2,22 милијарди евра у 2009. год., у поређењу са суфицитом од 2,66 милијарди евра у 2008. год. Савет је одлучио да пусти на дан 31. децембра 2009. год., износ од 0.03 милијарди евра од провизије за девизни курс, каматну стопу, кредите и ризике цене злата, како би били у складу са максималном величином, што је вредност капитала ЕЦБ плаћеног од стране еврозоне. Величина ове провизије, која се преиспитује на годишњем нивоу сада

износи 4,02 милијарди евра. ЕЦБ нето резултат за 2009. год., након ослобађања провизије, био је 2,25 милијарди евра. Овај износ је подељен на евро зоне НЦБ у сразмери са својим уплаћеним учешћем у капиталу ЕЦБ.[155]

6. Одлуке монетарне политике

Током 2009. год., након интензивирања финансијске кризе у јесен 2008. год., Евросистем наставио је да ради у окружењу пуном изазова. У одговору на пригушени инфлаторни притисак у контексту тешке економске кризе у евро зони и другде, Савет је додатно, значајно смањио кључне каматне стопе ЕЦБ. После укупног смањења од 175 базних поена у четвртом кварталу 2008. год., Савет је снизио стопу на главним операцијама рефинансирања додатних 150 базних поена у периоду од јануара до маја 2009. год., на нивоу невиђеном у новијој историји у земљама евро зоне. Од тада је Савет оставио кључне каматне стопе ЕЦБ непромењене, са каматном стопом на главним операцијама за рефинансирање на 1,00%, стопа на депозитне олакшице 0,25% и стопе на маргиналној кредитној олакшици на 1,75%. У исто време, Савет је усвојио додатне нестандардне мере у 2009. год., чиме се суочио са дисфункционалним тржиштима новца и олакшавањем преноса нижих кључних каматних стопа ЕЦБ на тржиште новца и стопе кредитирања банака. Очекивало се заузврат да подстакне услове финансирања са више подршке и ток кредита за домаћинства и предузећа. Ове мере отишле су даље од онога што се може постићи кроз смањење кључних каматних стопа ЕЦБ. Овај приступ је такође узео у обзир да главну улогу у евро зони у пружању финансијских средстава за реалну економију играју банке. Као резултат тога, услови финансирања знатно су се поправили, што се огледа нарочито у смањењу тензија тржишта новца. Све нестандардне мере усвојене од стране Савета су привремене природе и дизајниране су да одрже стабилност цена на средњи рок, како директно тако и индиректно, тако што су инфлациона очекивања остала чврсто усидрена у складу са стабилношћу цена.

[155] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf

6.1. Повећана кредитна подршка у време финансијске кризе

Повећана кредитна подршка обезбеђена од стране ЕЦБ као одговор на финансијску кризу чине скуп нестандардних мера које имају за циљ да подрже финансијске услове и кредитне токове изнад и изван онога што се може постићи кроз смањење кључних каматних стопа ЕЦБ. Овај приступ је прилагођен финансијској структури привреде еврозоне и специфичним околностима глобалне финансијске кризе. Фокус је био на банкама, јер су примарни извор финансирања за реалну економију у зони евра.

ЕЦБ унапређена кредитна подршка 1 састављена је од следећих пет мера:

- Пружање неограничених операција ликвидности банкама евро зоне по фиксној стопи у свим операцијама рефинансирања против адекватног колатерала;

- Продужење максималног доспећа рефинансирајућих операција од три месеца пре кризе до једне године;

- Проширење листе средстава прихваћене као колатерал;

- Обезбеђивање ликвидности у страним валутама (пре свега САД долара), и

- Трајне куповине на тржишту покривених обвезница.

Усвојене нестандардне мере су дизајниране тако да се могу укинути када се ситуација нормализује. Њихов главни циљ је био да ублажи негативне ефекте која су дисфункционална тржишта новца имала у ситуацији ликвидности солвентних банака у еврозони. Мере су намењене подршци тока кредита фирмама и домаћинствима. Одлука да се покривене обвезнице купе отворено је донета у циљу подршке тржишту покривених обвезница, што је веома важно финансијско тржиште у Европи и примарни извор финансирања за банке. У контексту пригушених инфлационих притисака и тешке пропасти у еврозони економије, ЕЦБ је нестандардне мере подржала као приступ банкарском сектору за ликвидност и опоравак привреде еврозоне. Оне су допринеле побољшању финансијских услова у зони евра и подржале кредитне токове у привреди. Куповина покривених обвезница појачала је примарну емисију, тј., издавање и смањење посебно повишене марже у овом тржишту. Као резултат побољшане кредитне подршке и великог смањења у кључним каматним стопама ЕЦБ између октобра 2008. год. и маја 2009. год., на тржишту новца каматне стопе, на тржишту новца марже и каматне стопе на банкарске кредите значајно су опали. Унапређена кредитна подршка неговала је

значајно побољшање ликвидности тржишта и помогла да се ублаже ризици финансирања. Након унапређења у финансијским тржишним условима у току 2009. год., Савет је почетком децембра, саопштио да ће се постепено угасити оне нестандардне мере које више нису потребне. Од првог квартала 2010. год., број и учесталост дугорочних рефинансирајућих операција постепено се смањио. Последња једногодишња операција је спроведена у децембру 2009. год. и последња шесто месечна операција у марту 2010. год., док је број тромесечних операција смањен у првом кварталу 2010. год. Почетком марта Савет је одлучио да врати процедуре тендера са променљивом стопом у редовним тромесечним дугорочним рефинансирајућим операцијама, почевши од операције обављене 28. априла 2010. год. Поред тога, додатних шест дана фино подешених операција је најављено да би се изгладио ефекат ликвидности 12 месечних рефинансирајућих операција које доспевају 1. јула 2010. год. Савет је такође одлучио да настави спровођење, како главних рефинансирајућих операција тако и специјалних дугорочних рефинансијрајућих операција са роком доспећа од једног обрачунског периода, као тендерску процедуру фиксног курса, са пуним увећањем за онолико дуго колико је потребно, а најмање до октобра 2010. год. Након те одлуке, Евросистем наставља да пружа подршку ликвидности у банкарском систему еврозоне по веома повољним условима, чиме олакшава пружање кредита еврозоне. Истовремено, постепено смањивање из ЕЦБ нестандардних мера помаже да се обезбеде неометане услове у новчаним тржиштима, да би се избегле дисторзије у вези са одржавањем нестандардних мера дуже него што је потребно. Побољшање финансијских услова омогућило је банкама да почну обављање дела њихове "нормалне" улоге у тржишту новца, смањујући потребу за Евросистемом да одиграју велику улогу посредовања. Имајући све нестандардне мере дуже него што је потребно довело је до посебно претераног ослањања на ликвидности одређене централне банке и пратећих моралних проблема. Осим тога, то би ослабило подстицаје за банке да наставе са неопходним структурним прилагођавањем у њиховим билансима. Гледајући унапред, Савет ће наставити да постепено гаси те ванредне мере за ликвидност које су непотребне, узимајући финансијска економска и тржишна дешавања у обзир. Оперативни оквир Евросистема ће наставити да подржава монетарну политику у испуњењу мандата ценовне стабилности. У том погледу, уколико се појаве ризици ценовне стабилности, Евросистем ће предузети одговарајућу и благовремену акцију.

Циклично успоравање у еврозони, које је почело у 2007. год., претворило се у рецесију у првој половини 2008. год., а затим у наглу контракцију у зиму 2008-09. год., као и финансијска превирања продубљена након колапса Браће Леман у септембру 2008. год. То је довело до незабележеног пада у пословању и неповерења потрошача у свету. Свеукупна ХИЦП инфлација је у просеку била 3.3% у 2008. год., што је представљало снажно повећање у односу на претходне године, када су годишње инфлационе стопе биле око 2.2% и била је изнад ЕЦБ дефиниције о стабилности цена. Повећање за 2008. год. у целини је било резултат два снажна различита шаблона ХИЦП развоја током године: са почетком од већ високог нивоа на крају 2007. год. од 3.1%, годишње инфлационе стопе су даље расле да би биле највише у јуну и јулу 2008. год. од 4%, да би након тога брзо опале у последњим месецима године на 1.6% у децембру.[156]

Слика бр. 16, Кретање инфлације у 2009. год



[157]

Инфлаторни притисци били су ниски у 2009. год. Просечна годишња стопа инфлације у 2009. год. износила 0,3%, најнижи ниво забележен од лансирања евра у

[156]http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf

[157] http://sdw.ecb.europa.eu/

јануару 1999. год., после рекордних 3,3% у 2008. год. Годишња ХИЦП инфлација опала је са 1,1% у јануару на -0,7% у јулу, пре него што се поново повећава 0,9% у децембру. Широк замах у укупној годишњој стопи инфлације у 2009. год. је углавном изазван због дешавања у робним ценама, као и енергената нарочито, преокренувши на успон виђен у 2008. год., као и одговарајуће базне ефекте. Упркос чињеници да је инфлација пала на негативну територију неколико месеци, посматрања и процене засновани на мерама дугорочних инфлаторних очекивања остали су чврсто усидрени на нивоима који су у складу са циљем Савета за вођење испод стопе инфлације 2% у средњем року. Основни темпо монетарне експанзије у зони евра успорава током 2009. год., као и што су ширење новца и кредитни раст опали на њихов најнижи ниво од почетка монетарне уније. Исход монетарне анализе тиме је потврдио процену ниских инфлаторних притисака.

6.2. Смањења камате и продужење повећане кредитне подршке током економске кризе

Гледајући одлуке монетарне политике у 2009. год. детаљније, информације доступне почетком те године потврђују широку светску економску кризу на прелазу године. Интензивирање финансијских тензија довело је до значајне нестабилности у свим сегментима финансијских тржишта, нивоа ниске ликвидности преко једног броја тржишних сегмената и силовите акције од стране влада и централних банака. Финансијско тржиште је такође довело до значајног повећања несигурности и аверзије инвеститора према ризику, као и што се огледа, на пример, у знатној маржи у корпоративним и сувереним обвезницама крајем 2008. год. То је заузврат имало значајан негативан утицај на светску економију. У складу са глобалним кретањима, евро зона је доживела значајан пад производње. У клими повећане несигурности, тешки пад обима светске трговине је у пратњи израженог пада домаће тражње у еврозони. И укупна инфлација и основни инфлаторни притисци опали су значајно у првих неколико месеци 2009. год. Годишња стопа инфлација ХИЦП смањена је са 1,1% у јануару на 0,0% у мају, захваљујући посебно раније јаком паду цена добара. Било је предвиђено да ће притисци цена, трошкова и плата у зони евра бити

умерени, имајући у виду очекивања да умање глобалну и потражњу евро зоне за дужи временски период. У погледу основних ефеката везаних за високи ниво цена енергената средином 2008. год., очекује се да ће стопа инфлације бити негативна неколико месеци око средине 2009. год., пре него што се врати на позитивну територију крајем године. Унакрсну проверу са исходом монетарне анализе, која потврђује наставак успоравања темпа монетарне експанзије и понижени ток кредита нефинансијских корпорација и домаћинстава, подржава процену смањења инфлаторних притисака и ризике по стабилност цена у средњем року. У том контексту, у периоду од јануара до маја 2009. год. Савет је смањио стопу на главне операције рефинансирања за 150 базних поена, на 1%, у четири корака, чиме је укупно смањење од 8. октобра 2008. год. до 325 базних поена. У мају је такође одлучено да се смањи стопа на најнижој каматној основи за 50 базних поена, на 1,75%, остављајући каматну стопу на депозитне олакшице на непромењеном нивоу од 0,25%, што је сузило разлику између ове две стопе са 200 на 150 базних поена. Поред смањивања каматних стопа, Савет је наставио даље са својим побољшаним мерама кредитне подршке. Надовезујући се на операције које су предузете од октобра 2008. год., Савет је одлучио у мају 2009. год. да спроведе три дугорочне рефинансирајуће операције за пружање ликвидности (ЛТРО) са роком доспећа од 12 месеци у јуну, септембру и децембру 2009. год. Ове мере вршиле су значајан притисак на стопе на тржишту новца, јер обезбеђују да банке имају довољан приступ ликвидности на проширенијем хоризонту, чиме повећавају њихову способност за позајмицу у реалној економији и стављање силазних притисака на цене банкарских кредита. Осим тога, Савет је одлучио да купи Евросистемове еврима покривене обвезнице, издате у еврозони за укупно 60 милијарди евра у периоду од 12 месеци, почев од јула 2009. год. Ова одлука има за циљ да подржи тржиште покривених обвезница, што је веома важан сегмент финансијских тржишта у евро зони и примарни извор финансирања за банке. Одлука да продужи појачану кредитну подршку узела је у обзир очекивање да ће кретање цена наставити да се смањује, поред знатног пада ранијих цена робе, коју је обележило слабљења привредне активности у зони евра и на глобалном нивоу. Расположиви подаци и истраживања економских информација указују на привремене знаке стабилизације активности на веома ниском нивоу, после првог квартала, која је била значајно слабија, него што се очекивало. То је било у складу са силазним ревизијама макроекономских пројекција Евросистема, ЕЦБ особља за економске активности еврозоне и инфлације у првој

половини године. Очекивало се да Светска економија, укључујући и евро зону, остане слаба током 2009. год., пре постепеног опорављања у току 2010. год., а инфлациони притисци у зони евра остали су ниски. Имајући у виду константно великодушно снабдевање ликвидношћу Евросистема и ограниченог броја за апсорбовање ликвидности и финих операција, преконоћне каматне стопе и даље стоје близу стопе на депозитне олакшице, која је била предмет од увођења фиксног курса тендерском процедуром са пуним увећањем у октобру 2008. год. Нова позиционирања ноћне стопе на тржишту новца су прихватљива у овим изузетним околностима, као средство да се помогне да надокнади оштећено функционисање тржишта новца и, посебно, ненормално високе марже на стопе орочења на тржишту новца, на пример оне између ЕУРИБОР и стопа на преконоћне индексне свопове. Мере повећане кредитне подршке тиме су допринеле окружењу нижим каматним стопама и повољним условима финансирања. Конкретно први 12-месечни ЛТРО, спроведен од 24. јуна 2009. год., резултирао је рекордних 442 милијарди евра увећаних у евро систем банкарске области по фиксној стопи од 1%, чиме је укупан обим неизмирених рефинансирајућих операција смањен на скоро 900 милијарди евра, а тиме се допринело нижим стопама на тржишту новца и на дуже рочности.[158]

6.3. Актуелна монетарна политика усред постепеног економског опоравка

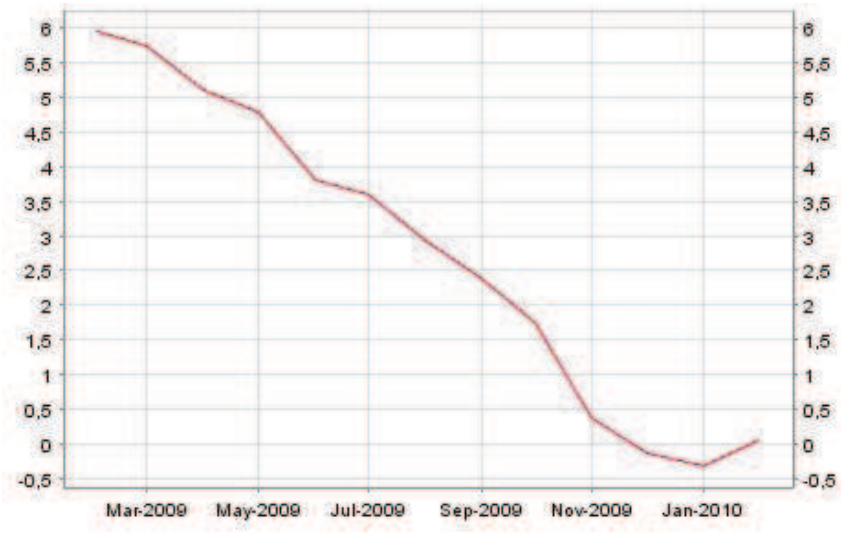
Задржавајући своје кључне каматне стопе непромењене, од маја 2009. год. па надаље, Савет је наставио са својим значајним побољшаним мерама кредитне подршке у другој половини године, с обзиром на њихов позитиван утицај на функционисање тржишта евро зони новца и преноса импулса монетарне политике у окружењу ниског инфлаторног притиска. Ова веома акомодитивна монетарна политика у складу је са мандатом ценовне стабилности ЕЦБ и допринела је постепеном економском опоравку у еврозони. Током друге половине 2009. год. било је знакова стабилизације привредних активности у зони евра и шире. Стабилизацију

[158] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf

у евро зони је прво индукована указом анкета и падом аверзије према ризику финансијских тржишта, што је довело до опоравка цена имовине из рекордних токова постигнутог у периоду између колапса Браће Леман и крај првог квартала 2009. год. Постепени опоравак је касније потврђен од стране реалних економских показатеља. Генерално, економска активност је остала слаба, али квартални стопе раста биле су позитиване у трећем и четвртом кварталу ове године, после пет узастопних квартала негативних очитавања. Истовремено, штетни ефекти који су заостали од јаке економске кризе, као што је ниска искоришћеност капацитета и повећање стопе незапослености, наставили су да се материјализују. Макроекономске прогнозе и пројекције, укључујући пројекције особља Евросистема за евро зону, били су ревидирани благо навише у другој половини године, углавном одражавајући више позитивних кретања и информације које су се појавиле постепено. У децембру 2009. год. пројектовани годишњи реални раст особља Евросистема БДП је од 0,1% и 1,5% у 2010. год., а између 0,2% и 2,2% у 2011. год. У складу са тим, Савет очекује да привреда еврозоне расте умереним темпом у 2010. год., имајући у виду да ће процес опоравка вероватно бити неуједначен и да перспектива остаје предмет велике неизвесности. Ризици ових изгледа виђени су као широко уравнотежени. Са друге стране, они се односе на јаче него што је предвиђено ефекте обимних макроекономских стимуланса, побољшања поверења и опоравак спољне трговине. Са друге стране, проблеми осталих односа негативнијих од очекиваног су повратне везе између реалне економије и финансијског сектора, као и обновљена повећања цена нафте и цене других сировина, интензивирање протекционистичких притисака и могућност поремећаја корекције глобалне неравнотеже. Што се тиче кретања цена, годишња стопа инфлације је пала на негативну територију између јуна и октобра 2009. год., достижући -0,7% у јулу. Испоставила се опет позитивна у новембру и износила је 0,9% у децембру. Инфлациона очекивања на дужи рок остају чврсто усидрена у складу са циљем Савета за вођење испод стопе инфлације, али близу 2% у односу на средњи рок. Изгледи за инфлацију су генерално били слични у септембарском и децембарком кругу пројекција, са децембарским 2009. год. пројекцијама особља Евросистема које предвиђају годишњу ХИЦП инфлацију од 0,9% и 1,7% у 2010. год., а између 0,8% и 2,0% у 2011. год. Ризици ових изгледа виђени су као широко уравнотежени. Они се односе, нарочито, на изгледе за економску активност и еволуцију робних цена. Осим тога, мислило се да ће повећање индиректних пореза и регулисаних цена бити јаче него што се очекивало

због потребе за фискалном консолидацијом у наредним годинама. Исходи монетарне анализе потврдили су процену ниских инфлаторних притисака на средњи рок, као што су новац и кредитни раст наставили да успоравају у другој половини 2009. год.

Слика бр. 17, Кретање М3 у 2009. год.



[159]

Крајем године, годишње стопе раста М3 и кредита приватном сектору ушли су на негативну територију. Пригушени ниво производње и трговине, као и текућа несигурност пословне перспективе, наставили су посебно да ублажавају захтеве фирми за изворима финансирања. У извесној мери, фактори снабдевања такође играју улогу. Пад годишњих стопа раста кредита нефинансијских корпорација је нарочито изражен у краћем року доспећа, док је годишњи раст дугорочних кредита остао позитиван. У исто време, после неколико месеци негативне територије, годишњи раст кредита становништву вратио се са позитивним нивоима крајем 2009. год. Овај образац је у складу са законитостима пословног циклуса, који указују да је раст кредита нефинансијских корпорација обично са неким заостатком у односу на циклус у економској активности. Ефекти повећане кредитне подршке наставили су да негују приступ банкарског сектора ликвидности и опоравку привреде еврозоне, чиме се доприноси нормализацији економских и финансијских услова. Конкретно, мере које спроводи Евросистем подржале су проток кредита у привреди кроз обе

[159] http://sdw.ecb.europa.eu/

понуде фактора (нарочито кроз ублажавање притисака финансирања у банкарском сектору) и факторима потражње (због веома ниског нивоа каматних стопа). Поред тога, наглашавајући свој чврсти фокус на ценовне стабилности и њене спремности да делује у одговарајућем тренутку, Евросистем је деловао као сидро стабилности у временима повећане неизвесности. То је инструмент у подстицању поверења у контексту очекивања постепеног опоравка економске активности. Како пренос монетарне политике ради са закашњењем, политика акција Евросистема је да постепено снабдева кроз привреду, пружајући значајну подршку домаћинствима и корпорацијама. Услови финансирања наставили су да се побољшавају. Протекла политика смањења кључних стопа ЕЦБ се огледа у банкарским каматним стопама, које су пале на веома ниски ниво, што указује да процес преноса функционише. Генерално, побољшања у финансијским тржишним условима и постепено проширење економске активности еврозоне виђени су крајем 2009. год. и почетком 2010. год. усред континуиране снажне подршке евро сектору области банкарства. Узимајући у обзир тренутни напредак финансијских тржишних услова и потреба да се избегну поремећаји у вези са задржавањем нестандардних мера дуже него што је потребно, у децембру 2009. год. Савет је одлучио да настави своју појачану кредитну подршку, а почиње да се постепено гаси у првом кварталу 2010. год., те нестандардне мере више нису потребне. Одлучено је да ће једногодишњи ЛТРО у децембру бити последњи те рочности и да ће се спровести по стопи која је једнака просечној стопи минималне понуде током трајања операције, и да ће само још једна шестомесечна операција бити спроведена у марту 2010. год. Поред тога, Савет је одлучио да ће се преостали ЛТРО у првом кварталу 2010. год. изводити помоћу тендерске процедуре пуне расподеле фиксног курса. Ове одлуке значиле би да Евросистем наставља да пружа подршку ликвидности банкарском систему еврозоне, за дужи временски период по веома повољним условима, чиме олакшава пружање кредита привреди евро подручја. Почетком 2010. год. Савет је наставио да надгледа ниво кључних каматних стопа ЕЦБ по потреби. Узимајући у обзир информације и анализе које су постале доступне, и даље се очекује да кретање цена остане умањено преко хоризонта релевантне политике. Расположиви докази такође потврђују да евро зона наставља да се шири, а неки од пратећих фактора били су привременог карактера, пре свега циклус инвентара и мере подршке политике широм света. Генерално, Савет очекује да привреда еврозоне расте умереним темпом у 2010. год., са изгледима преосталих као предмет неизвесности. Истовремено, инфлациона

очекивања остала су чврсто усидрена у складу са стабилношћу цена. Унакрсном провером исхода економске анализе са сигналима из монетарне анализе потврђена је процена ниских инфлаторних притисака, с обзиром на паралелни пад новца и раст кредита.

6.4. Операције монетарне политике

6.4.1. Девизне операције и инвестиционе активности

Инструменати монетарне политике које користи Евросистем у 2009. год. чине операције на отвореном тржишту, као што су главне рефинансирајуће операције (ОСП), дугорочне операције рефинансирања (ЛТРО), фино подешене операције и програм куповине покривених обвезница, као и сталне олакшице и минималне обавезне резерве. У оперативном оквиру за спровођење монетарне политике, операције на отвореном тржишту и сталне олакшице се обично користе за управљање условима ликвидности на међубанкарском тржишту новца у циљу усмеравања врло краткорочних каматних стопа близу кључним каматним стопама ЕЦБ. Програм куповине покривених обвезница је привремена, нестандардна мера. Током 2009. год. Савет је променио кључне каматне стопе ЕЦБ у четири наврата. Дана 15. јануара Савет је одлучио да смањи референтну каматну стопу на ОСП за 50 базних поена, на 2,00%, затим даље смањење од 5. марта, до 1.50%, а 2. априла, на 1,25%. У складу са одлуком Савета од 18. децембра 2008. год. да поврати на 200 базних поена ширину коридора око МРО каматне стопе коју је формирала стопа сталних олакшица, ове одлуке значе да је каматна стопа на најнижој каматној олакшици постављена на 3,00%, 2,50% и 2,25%, а каматна стопа на депозитне олакшице била је постављена на 1,00%, 0,50% и 0,25%. Дана 7. маја 2009. год. Савет је одлучио да смањи референтну каматну стопу на 1,00% на ОСП, да смањи каматну стопу на најнижој каматној олакшици до 1,75%, као и да задржи референтну каматну стопу на депозитне олакшице на 0,25%. Ширина коридора је тиме смањена за 50 базних поена, на 150 базних поена, од 13. маја 2009. год. Спровођење монетарне политике током 2009. год. и даље ће бити вођена напорима Евросистема да реши

тензије у новчаним тржиштима које се односе на финансијску кризу. Као и спровођење свих послова рефинансирања са пуним увећањем, Евросистем је додатно продужио просечну рочност операција на отвореном тржишту, увођењем ЛТРО са роком доспећа од годину дана. Ове мере имају за циљ да се обезбеди континуирани приступ солвентних банака ликвидности, против адекватног колатерала, помажући тако да се побољша оштећено функционисање тржишта новца.[160]

6.5. Потребе ликвидности банкарског система

Све Евросистемове рефинансирајуће операције у 2009. год. спроведене су као процедура пуног увећања. Као последица тога, изузетан обим рефинансирајућих пословања је вођен не од снабдевања Евросистема, него по захтеву из комитената, одражавајући своје преференције основне ликвидности. Количине које су додељене у операцијама за рефинансирање у ствари су значајно премашиле потребе ликвидности консолидованог банкарског система еврозоне. Укупан ниво слободних резерви остао је, међутим, веома низак у 2009. год., стоји у просеку 1,05 милијарди евра, што је у складу са искуством из претходних година (1,07 милијарди евра у 2008. год., а 0,9 милијарди у 2007. год.). Током 2009. год. банкарски систем еврозоне је наставио да позајмљује укупни вишак ликвидности и да га положе назад у Евросистем, плаћајући фиксну стопу на ОСП и стопу на депозитне олакшице (а то значи и ширење 100 базних поена пре 13. маја 2009. год. и 75 базних поена после тога). Ово се може тумачити као јасан доказ предострожности тражње комитената за ликвидност од Евросистема. Гледајући из ове перспективе развоја, "премија" за ово ликвидносно осигурање може се рећи да се смањила после 13. маја, што је можда допринело одржавању и повећању потражње, чак у рефинансирајућим пословањима Евросистема. У 2009. год. просечне дневне ликвидносне потребе банкарског система еврозоне износиле су 577 милијарди евра, 20% више него у 2008. год. Главни разлог за повећање је раст у аутономним факторима, за 39%, на 380 милијарди евра. Минималне обавезне резерве остале су непромењене углавном у просеку у 2009.

[160] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf

год., на 216 милијарди евра, у поређењу са 210 милијарди у 2008. год. Раст тражње за ефективом успорена је значајно у 2009. год.[161]

6.6. Систем минималних резерви

Кредитне институције у еврозони су у обавези да држе минималне резерве на текућим рачунима код Евросистема. Као што је био случај од 1999. год., минимални захтеви за резервама су једнаки 2% резерви базе кредитних институција у 2009. год. и износили су 216 милијарди евра у просеку, само 3% у односу на просек 2008. год. Прво, оне доприносе стабилности краткорочних стопа на новчаном тржишту, јер обавезне резерве морају да буду испуњене само у просеку током обрачунског периода, што кредитним институцијама дозвољава привремене и неочекиване приливе и одливе ликвидности. Друго, оне повећавају дефицит ликвидности банкарског система, укупне потребе нпр. банака за рефинансирањем од Евросистема, чиме се осигурава несметана и предвидива потражњу за рефинансирањем из Евросистема која олакшава управљање краткорочним стопама на новчаном тржишту од стране Евросистема.

6.7. Операције на отвореном тржишту

Евросистем користи ОСП, ЛТРО и фино подешене операције за управљање ситуацијом ликвидности на тржишту новца. Све операције за пружање ликвидности морају да буду у потпуности колатерализоване. ОСП су редовни послови са недељном фреквенцијом и обично имају рок доспећа од једне недеље. Они су главни инструмент за сигнализацију монетарне политике ЕЦБ. Редовни месечни ЛТРО су операције за пружање ликвидности са три месеца зрелости. Број додатних операција које су уведене у претходним годинама и даље се користе у 2009. год.: допунске ЛТРО са три и шест месеци доспећа, и специјалне рочности рефинансирајућих

[161] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf

операција, са роком доспећа једнаким дужини обрачунског периода. Дана 7. маја 2009. год. Савет је одлучио да спроведе три ЛТРО за пружање ликвидности са роком доспећа од годину дана. Прве две операције (25. јуна и 1. октобра) су спроведене као основна процедура тендера са стопом пуног увећања и нула ширења стопе на ОСП. Стопа у последњој операцији (17. децембра) је фиксирана по просечној минималној понуди курса - фиксирана стопа на ОСП током трајања операције (зрелост 371 дана). У 2009. год. свих 52 ОСП су вођени као понуда фиксиране стопе у којој су сви били задовољни понудом. Број подобних партнера порастао је на 2.157, са 2.099 у 2008. год. У просеку, 401 комитент је учествовао у ОСП у 2009. год., у поређењу са 443 у 2008. год. Пре решавања првог ЛТРО са једногодишњом зрелости, просечна запремина додељена у ОСП је 236 милијарди евра, са великим бројем партнера (558 понуђача у просеку). ОСП који од 24. јуна, непосредно пред доделу првог једногодишњег ЛТРО, показао је значајни пад обима увећања, на 168 милијарди евра. Ово је означило почетак тренда опадања у обе стопе учешћа и ОСП томова, који су се наставили у другој половини ове године. У 2009. год. најмањи број комитената (109) за учествовање у ОСП забележен је у операцији која од 23. децембра, а најнижа ОСП запремина (46 милијарди) је додељена у операцији, од 4. новембра. Током прве половини године изузетан обим ликвидности је додељен у ЛТРО, допунским ЛТРО и специјалним операцијама рефинансирања је стално опадао, почев од 617 милијарди евра 1. јануара на 309 милијарди евра 24. јуна. Овај пад је био у пратњи паралелног, постепеног смањења дневним окретањима депозитним олакшицама Евросистема. Након првог једногодишњег ЛТРО, укупна количина остатка дуга рефинансирајућих операција са специјалном рочношћу и ЛТРО више је него удвостручен, на 729 милијарди евра. Он је остао на веома високом нивоу у другој половини године (достигавши 670 милијарди евра 31. децембра). Међутим, укупна запремина операција рефинансирања, осим једногодишње ЛТРО значајно је смањена како су комитенти продужили рочност рефинансирања од Евросистема тако што су искористили више једногодишњих операција. Дана 31. децембра једногодишње ЛТРО чиниле су 82% од укупног обима неизмиреног рефинансирања, ОСП 11%, операције са три месеца или шест месеци доспећа 3% и 4%, и рефинансирајуће операције са посебном рочношћу 0,4%. Програм куповине покривених обвезница чини 4% од ликвидносних одредби. Дана 31. децембра изузетан обим једногодишњих ЛТРО (614 милијарди евра) премашен је за 23 милијарди укупним потребама ликвидности банкарског система. Учешћа у

једногодишњим ЛТРО била су веома висока у свему, али су падала у току године, са учешћем 1,121 комитентом у првој операцији, 589 у другој и 224 у трећој. Учешћа у другим операцијама такође су пала током 2009. год., у три месеца пословања са максималних 133 (28. јануар) на најмање 8 (7. октобра и 7. децембра), а у шест месеци пословања са максимално 110 (10. јун) на минимум 21 (11. новембра и 9. децембра). Учешће у операцијама са посебном рочношћу су такође опала, од максималних 147 (9. јун) на минимум 8 (7. децембар). Одлука Савета да се прошири приступ финим операцијама од 6. октобра 2008. год., давањем подобности свим партнерима који имају право да учествују у операцијама Евросистема на отвореном тржишту на основу стандардних понуда, као и да се додатно испуне одређени критеријуми дефинисани у одговарајућим ЦББиХ, остала је на снази у 2009. год. У 2009. год. ЕЦБ врши фино подешене операције тек последњег дана периода одржавања. 12 операција за апсорбовање ликвидности су изведене са једнодневном рочношћу, спроведене тендером са променљивом стопом са максималним понудама стопе једнаке фиксној стопи на ОСП. У просеку, 154 милијарди се апсорбује преко тих операција, са 136 комитената који учествују.

6.8. Постојеће олакшице

Клијенти могу користити две постојеће олакшице на сопствену иницијативу да добију прекоћну ликвидност насупрот програмског колатерала или да поставе прекоћне депозите код Евросистема. На крају 2009. год., 2.401 клијенти су имали приступ најнижој каматној олакшици и 2.775 клијената је имало приступ депозитној олакшице. Дана 15. јануара 2009. год., након одлуке од стране Савета 18. децембра 2008. год., ширина коридора формирана од две стопе је повећана са 100 на 200 базних поена симетрично око МРО стопе. Дана 7. маја 2009. год. ширина коридора је сужена на 150 базних поена, када је стопа на ОСП смањена на 1,00%. То је учињено како би се осигурало да стопа на депозитне олакшице остане изнад нуле, чиме се одржава подстицај да тргују на необезбеђеном прекоћном тржишту. Истовремено, коридор је задржан око фиксне стопе на ОСП. Бројно давање операција са фиксном стопом на отвореном тржишту довело је до значајног повећања коришћења

депозитне олакшице, посебно после измирења првог ЛТРО са једногодишњом зрелости. Просечна дневна употреба депозитних олакшица је 109 милијарди евра (у поређењу са 0,5 милијарди у 2007. год. и 208,5 милијарди евра у периоду од 9. октобра до 31. децембра 2008.год.) У 2009. год. прибегавање депозитним олакшицама пратио је сличан образац током сваког резервног обрачунског периода: износи депозитних олакшица били су мањи на почетку сваког периода, али увећани касније како је још клијената испуњавало своје обавезне резерве. Просечна дневно окретање најнижој каматној олакшици је 1 милијарда (у поређењу са 6,7 милијарди у периоду октобар-децембар 2008. год.) Овај пад може да буде повезан са смањењем неизвесности око ликвидносних потреба појединих банака, побољшања у функционисању несигурном преконоћном међубанкарском тржишту и обилних увећања у рефинансирајућим операцијама.

6.9. Прихватљива средства за операције монетарне политике

У складу са Статутом ЕСЦБ, а у складу са праксом централних банака широм света, све кредитне операције Евросистема су засноване на адекватним инструментима обезбеђења. Концепт адекватности подразумева, прво, да је Евросистем у великој мери заштићен од остваривања губитака у својим кредитним операцијама и, друго, да прихватљив колатерал треба да буде доступан широком сету партнера, тако да Евросистем може да обезбеди износ ликвидности за који сматра да је неопходан у својим операцијама монетарне политике и као дневни кредит у платном систему. Да би се олакшало ово Евросистем прихвата широк спектар средстава као колатерал у свим својим кредитним операцијама. Ова функција колатералног оквира Евросистема је, заједно са чињеницом да је приступ Евросистемовим операцијама на отвореном тржишту одобрен великом распону партнера, је кључ за подршку спровођења монетарне политике у време стреса. Уграђена флексибилност оперативног оквира дозволила је Евросистему да обезбеди потребну ликвидност да се позабави са оштећеним функционисањем тржишта новца, без наилалажења на распрострањена колатерална ограничења током финансијске кризе. На крају 2008. год. Савет је одлучио да прошири листу прихватљивих колатерала, као привремену меру која ће остати на снази до краја 2010. год. У 2009.

год. просечан износ прихватљивих колатерала повећан је за 17,9%, у поређењу са 2008. год., на укупно 13,1 трилион евра. Општи владин дуг, на 5,5 трилиона, чини 40% од укупног броја, док је остатак тржишног колатерала био у облику непокривених банкарских обвезница (2,8 трилиона долара, или 20%), покривених обвезница банака (1,4 трилиона долара, или 11%), покривеним хартијама (1,3 трилиона долара, или 10%), корпоративним обвезницама (1,3 трилиона долара, или 10%), и друге обвезнице (0,5 трилиона долара, или 4%), као што су оне издате од стране наднационалних организација . Укупан обим утрђених средстава прихватљивих као резултат привремених мера да се прошири листа прихватљивих колатерала износио је око 1,4 милијарде на крају 2009. год. Листа прихватљивих колатерала такође укључује нетржишну имовину, углавном кредитних потраживања. За разлику од утврђене активе, нетржишна имовина процењује подобност само у време њиховог прихватања. Обим потенцијално подобне нетржишне имовине стога не може лако да се измери. Узимајући у обзир ово упозорење, износ нетржишне имовине изнет од комитената, као колатерал у кредитним операцијама Евросистема процењује се да је достигао 0,3 трилиона евра у 2009. год., што представља 2% од укупног прихватљивог колатерала у Евросистему. Нижи кредитни праг привремено уведен да прошири листу прихватљивих колатерала је такође примењен на нетржишна средства. Просечна вредност утврђене и нетржишне имовине изнете од комитената, као колатерал у кредитним операцијама Евросистема знатно је порасла од 1.579 милијарди евра у 2008. год. 2.034 милијарди евра у 2009. год. Овај пораст је углавном због чињенице да су клијенти поднели велике додатне количине залога за Евросистем као одговор на турбуленције финансијског тржишта. Како је поређење колатерала са остатком дуга кредита клијената Евросистема указивао, удео обезбеђења изнет да се не користи за покривање кредитних операција монетарне политике повећан је незнатно на агрегатној основи. Што се тиче састава изнетог колатерала, просечан удео хартија смањен је са 28% у 2008. год. на 23% у 2009. год., што је последица смањења тржишне вредности, а укупна сума која је поднета је остала стабилна. Непокривене обвезнице банке чине у просеку за нешто мање од 28% од колатерала изнетог у 2009. год., чиме постаје највећа класа средстава изнетих као колатерал у операцијама Евросистема. Просечно учешће нетржишних средстава се повећало са 12% у 2008. год. на 14% у 2009. год. Осим тога, просечан удео централних државних хартија од вредности повећан је са 10% у 2008. год. на 11% у

2009. год. Нове класе имовине која су привремена чини око 3,8% од укупног утврђеног изнетог колатерала.

6.10. Девизне операције и операције са другим централним банкама

У 2009. год. Евросистем није предузео никакве интервенције на девизном тржишту. Осим тога, ЕЦБ није предузела никаква девизна пословања у валутама које учествују у ЕРМ 2. Стални споразум између ЕЦБ и ММФ да олакша покретање специјалних вучења права (СДР) трансакцијама ММФ у име ЕЦБ са другим носиоцима СДР је активиран девет пута у 2009. год. У циљу решавања поремећаја у европским тржиштима финансирања у америчким доларима изазваним превирањима на финансијском тржишту, ЕЦБ је основала реципрочни валутни аранжман (свап линија) са Америчким системом федералних резерви у 2007. год., који је више пута проширен, последњи пут до 1 фебруара 2010. год. У вези са доларском аукцијом са олакшаном рочношћу федералних резерви, а у блиској сарадњи са другим централним банкама, Евросистем је обезбедио средства у америчким доларима примљена путем ове своп линије својим комитентима насупрот колатерала са правом коришћења за операције кредита Евросистема. У контексту финансијске нестабилности тржишта у 2009. год., Евросистем је наставило да спроводи операције као основну процедуру тендера са стопом са пуним увећањем са 7, 28 и 84-дневним доспећем да обезбеди ликвидност у америчким доларима комитената Евросистема. У 2009. год. средства у доларима за комитенте евро зоне су обезбеђена преко 69 реверзних трансакција насупрот прихватљивог колатерала и шест ЕУР / УСД страних пословања своп курса. Захваљујући побољшаним условима у финансирању тржишта и ограничене тражње, операције у облику ЕУР / УСД девизних свопова су прекинуте крајем јануара 2009. год., док су откупне операције америчког долара са роком доспећа од 28, 84 и 7 дана су биле прекинути након операција одржаних 28. јула 2009. год., 6. октобра 2009.год. и 27. јануара 2010. год. Након закључења у октобру 2008. год. своп линије са Швајцарском националном банком, Евросистем је наставио да обезбеђује ликвидност у швајцарским францима својим комитентима у 2009. год. Ове операције су спроведене у форми ЕУР / УСД девизних свопова по фиксној цени и са максималним износом расподеле, које одређује ЕЦБ у сарадњи са

Швајцарском Народном банком. У 2009. год. Евросистем спроводи 51 своп операције ради обезбеђивања ликвидности у швајцарским франциma на седам дана доспећа. Дана 18. јануара 2010. год. Савет је одлучио, у договору са Народном банком Швајцарске, да заустави спровођење једнонедељних своп послова за пружање ликвидности у швајцарским франциma, након 31. јануара 2010. год., услед пада тражње и побољшаних услова у финансирању тржишта. У априлу 2009. год. Савет је одлучио да успостави привремени валутни реципрочни аранжман (свап линија) са федералним резервама да обезбеди капацитет да понуди ликвидност у еврима до 80 милијарди евра. Ова своп линија је неколико пута продужена, последњи пут до 1. фебруара 2010. год. Поред тога, ЕЦБ и Шведска банка за ризике најавиле су у јуну 2009. год. да ће активирати привремени реципрочни валутни своп споразум закључен у 2007. год. за максимални износ од 10 милијарди евра, са циљем да се олакша функционисање финансијских тржишта и пружање ликвидности у еврима за Шведску банку ако је то потребно.[162]

6.11. Програм куповине покривених обвезница

Савет је одлучио у мају 2009. год. да успостави програм трајне куповине покривених обвезница за потребе монетарне политике. Овај програм, који представља камен темељац приступа побољшане кредитне подршке ЕЦБ, покренут је са циљем да допринесе оживљавању тржишта покривених обвезница. Најављено је да Евросистем има намеру да купи еврима покривене обвезнице у износу од 60 милијарди у периоду од јула 2009. год. до краја јуна 2010. год. Ове обвезнице, издате у евро зони, морају да се придржавају одређених критеријума, који су направљени свим јавним учесницима на тржишту. До 31. децембра 2009. год. Евросистем је имао купљене покривене обвезнице за укупне номиналне вредности од око 28 милијарди евра, 24%, од куповине на примарном тржишту и 76% од куповине на секундарном тржишту. Од објављивања програма, ново издавање у тржишту покривених обвезница је почело и размацима између приноса на покривене обвезнице и своп стопе су сужене значајно, што је делимично и због општег побољшања финансијског

[162] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf

тржишта. То је такође праћено генералним сужавањем других размака, као што су они на вишим необезбеђеним банкарским обвезницама.

6.12. Управљање девизним резервама

Портфолио девизних резерви ЕЦБ је првобитно постављен преко трансфера девизних резерви средстава из еврозоне. Временом, састав портфолија рефлектовао је ЕСПБ промене у тржишној вредности уложених средстава, као и девиза и злата пословања у ЕЦБ. Главни циљ девизних резерви ЕЦБ је да обезбеди да, кад год је потребно, Евросистем располаже довољним износом ликвидних средстава за своје политике девизног пословања укључујући не-ЕУ валуте. Циљеви за управљање девизним резервама ЕЦБ су, по редоследу важности, ликвидност, сигурност и обрт. ЕЦБ портфолио спољних резерви се састоји од америчког долара, јапанског јена, злата и СДР. Од јануара 2006. год. "модел валутне специјализације" је у функцији повећања ефикасности инвестиционих операција Евросистема. По овој шеми свакој НЦБ по правилу се додељује удео портфолиа у америчком долару, или јапанском јену. Од јануара 2009. год., када је Словачка ушла у евро зону, Словенска Народна банка је управљала портфолиом у америчким доларима као агент за ЕЦБ. Током 2009. год. ЕЦБ је продала укупно 35,5 тона злата. Средства продаје злата, додата су доларском портфолиу. Ове продаје биле су у потпуној сагласности са Споразумом са Централном банком Голд 8. марта 2004. год., у којем је ЕЦБ потписница и која је обновљена 7. августа 2009. год. Вредност нето страних резерви ЕЦБ на тренутном курсу и тржишним ценама порасла је од 49,5 милијарди на крају 2008. год. на 51 милијарди на крају 2009. год., од којих је 38,3 милијарди долара у страним валутама - јапански јен и амерички долар - и 12,7 милијарди долара у злату и СДР. Смањење евро вредности девизног портфеља, од 0,5%, углавном рефлектује амортизацију јапанског јена (5,3%) и америчког долара (од 3,4%) у односу на евро током целе године, док су капитални добици и приходи од камата генерисане активношћу менаџмента портфолиа и улагањем прихода од продаје злата направили позитивне доприносе. Вредност злата и СДР повећана је за око 14,0%, упркос продаји злата. Ово повећање је углавном услед апресијације злата од око 22,1% у 2009. год., мерено

у еврима. У 2009. год. неки инструменти гарантовани од стране влада су додати на списак инструмената подобних за улагања у стране резерве ЕЦБ.

6.13. Управљање сопственим средствима

Портфељ сопствених средстава ЕЦБ састоји се од инвестираног дела уплаћеног оснивачког капитала ЕЦБ, као и износима које држи у свом фонду генералних резерви и провизије насупрот девизном курсу, каматним стопама и ризика цена злата. Сврха овог портфолија је да обезбеди ЕЦБ да приходима помогне да се покрију трошкови пословања. Циљ менаџмента је да максимизира очекивани обрт, у складу са тензијама по питању негубитка одређеног нивоа поверљивости. Портфолио се улаже у еврима фиксним каматом средстава. Вредност портфолија по тренутним тржишним ценама расла је од 10,2 милијарди на крају 2008. год. на 11,8 милијарди на крају 2009. год. Раст тржишне вредности је због улагања у портфељ сопствених средстава насупрот девизног курса, каматних стопа и ризика цена злата утврђених од стране ЕЦБ у 2005. год., као и за инвестициони обрт и допринос Словенске Народне банке капиталу и резервама ЕЦБ након усвајања евра у Словачкој. Списак подобних инструмената је проширен током 2009. год. да укључује одређене хартије од вредности гарантоване од стране владе које су у складу са критеријумима расположивости ЕЦБ за портфељ сопствених средстава. Кинески зид је поставила ЕЦБ у имплементацији обухваћеној програмом куповине обвезница, као средстава сопственог портфеља.

6.14. Новчана маса

Крајем 2009. год. број евро новчаница у оптицају износио 13,6 милијарди евра, са вредношћу од 806,4 милијарди. Ово је представљало повећање од 4,0% у обиму и 5,7% у погледу вредности у поређењу са нивоима на крају 2008. год. (13,1

милијарди новчаница у вредности од 762,8 милијарди евра). У 2009. год. број новчаница у оптицају остао је виши од уобичајеног нивоа на коме је стабилизован од октобра 2008. год. због интензивирања финансијске кризе, средства на рачунима штедње претворене су у готовини, што је повећало вредност евра новчанице у оптицају од додатних 35 до 40 милијарди. Тражња је била посебно јака за високу деноминацију новчаница као продавница вредности. Потражња за евро новчаницама повећана је посебно у источноевропским земљама, где је национална валута депресирала у односу на евро. Додатне новчанице у оптицају нису враћени до краја 2009. год., што указује да су се скривале унутар и изван евро област. Такво гомилање негује окружење ниским каматним стопама, што смањује трошкови (у виду изгубљеног прихода од камата) држања готовине. Као резултат наставак велике количине 50, 100 и 500 евро новчаница у оптицају, просечна вредност новчаница у оптицају је остала на релативно високом ниво на крају 2009. год. (59.11 у поређењу са 58.15 на крају претходне године). Статистика о нето пошиљци евро новчаница од еврозоне институције кредитних до дестинација изван еврозоне, указују да се, у вредносном смислу, између 20% и 25% евро новчаница у циркулацији, одржавају од стране не-еврозоне становника. Гледајући пад по деноминацији, новчаница од 100 евра показала је најснажнији раст у оптицају, што је 6,6% више на крају од 2009. год. него што је годину дана раније, новчанице од 500, 50 и 200 евра, која је порасла за 6,4%, 5,9% и 4,8%. Број нижих деноминација у промету је порастао по стопи од око 1% од и 3%. У 2009. год. укупан број евро кованог новца у оптицају (односно нето оптицају без залиха држаних НЦБ) порастао је за 6,2%, на 87,5 милијарди долара, док је њихова вредност порасла за 4,5%, на 21,3 милијарди евра. Учешће на ниске вредности новца, 1, 2 и 5 центи, у укупном броју новчића у оптицају је остао прилично стабилан, на 60%.

У 2009. год. у еврозони издато је 33,5 милијарди новчаница, док је 33,0 милијарди новчаница враћено. Високе вредности новчаница, које се често скривају, показују ниске фреквенције, повратак на 0,38 (500), 0.60 (200) и 0,81 (100), док је повратак фреквенције у апоенима који се обично користе за трансакције био већи: 2.02 (50), 3,85 (20), 4.47 (10) и 2.64 (5). НЦБ идентификовале су око 5,4 милијарди новчаница као неподобне за оптицај и замениле их сходно томе. Неподобна стопа 8 на око 16,4%, остала је близу стопи од око 17,0% забележеној у претходној години.

Монетарна политика ЕЦБ у 2010. години

У 2010. год. монетарна политика ради у окружењу које карактерише економски опоравак у зони евра, с једне стране, и упорности тензија на финансијским тржиштима с друге. Опоравак у реалној економији током 2010. год. испоставио се као нешто јачи него што се очекивало. То је делимично везано за опоравак светске привреде, али домаћи развој догађаја такође је допринео преовлађујућем позитивном замаху. Све у свему, реални БДП евро зоне порастао је за око 1,7% у 2010. год., након пада од 4,1% у 2009. год. Што се тиче цена, стопа инфлације је порасла у току 2010. год., углавном одражавајући раст у глобалним ценама робе. У исто време, у основи, домаћи инфлаторни притисци остали су умерени. Као последица тога, просечна годишња стопа инфлације порасла је на 1,6% у 2010. год., у односу на 0,3% у 2009. год. У таквом окружењу, у 2010. год. и почетком 2011. год. Управни савет задржао је стопу на главним рефинансирајућим операцијама непромењеном на историјски ниском нивоу од 1% који је постављен у мају 2009. год. То је било у складу са проценама да је средњорочна перспектива за инфлацију остала у складу са стабилношћу цена у 2010. год. Повољнији раст очекивања и динамика краткорочне инфлације не виде се као претња стабилности цена у средњорочном периоду. Развој новца и кредита потврдио је процену да би инфлаторни притисци у кратком року остали задржани. Инфлаторна очекивања остала су учвршћена у складу са циљем Савета за вођење испод инфлационе стопе, али близу 2% у односу на средњи рок. Ово се повољно рефлектовало високим степеном кредибилитета монетарне политике ЕЦБ. С обзиром на нестандардне мере монетарне политике које је предузео Евросистем као одговор на финансијску кризу, побољшањем у финансијским тржишним условима у 2009. год. и првих неколико месеци 2010. год. дозволили су ЕЦБ да смањи своју улогу посредовања. Акутне финансијске тензије поново су се појавиле у мају. Ови догађаји могу се тумачити као резултат растуће забринутости тржишта у погледу одрживости јавних финансија, посебно у Грчкој, са јасним знацима утицаја на друге у евро зони државних обвезница тржишта. Ликвидност у сегментима евра на секундарном тржишту дуга је пресушила. Штавише, оцена ревизија и пад цена подразумевали су честе крајње мере и опадајуће ревалоризације активе банкарског система, што је довело до изненадне и оштре редукције у вредности колатерала банака. Проширење тржишта новца се поново повећало, а обими у систему преконоћног орочења опали, понуда је проширена, и покрила је тржиште обвезница, као и тржишта корпоративних обвезница, која су такође погођена овом променом. Као одговор,

Савет поново је увео неке нестандардне мере које су већ угашене, или је требало да буду укинуте. Конкретно, Евросистем је одлучио да одржи фиксни курс поступака тендера са пуним увећањем у редовним тромесечним дугорочним пословима рефинансирања за период од краја маја до краја децембра, и најавио нову шестомесечну операцију рефинансирања која је одржана у мају. Штавише, привремене линије ликвидности разменом са Америчким системом федералних резерви су настављене и покренут је програм хартија од вредности тржишта. Овај програм је омогућио Евросистему да интервенише у тржиштима обвезница ради помогања обнове више одговарајућег функционисања трансмисионог механизма монетарне политике у случају дисфункционалних тржишних сегмената. Ефекти ликвидности који проистичу из тих куповине су у потпуности неутралисани недељним ликвидноапсорбујућим операцијама.[163]

Што се тиче финансијске реформе, значајни кораци су предузети у 2010. год. да се повећа отпорност финансијског сектора. На глобалном нивоу, амбициозни програм договорен од стране Г20 министара и гувернера дао је подстицај за постигнуте прекретнице. Споразум постигнут од стране Базелског комитета и одобрен од стране Групе гувернера и шефова надзор на Базел III пакет, представљају значајно јачање капитала и ликвидносним захтевима за банке, формира камен темељац новог оквира опрезности. ЕЦБ је у потпуности подржавала нови оквир и сматрала да би пристала да постепена имплементација Базел III пакета буде кључни приоритет. Други важан рад за јачање отпорности финансијског система је рад за финансијску стабилност одбора у развијању интегрисаног оквира за смањење ризика и екстерналије везане за системски важне финансијске институције. ЕЦБ, као члан Одбора за финансијску стабилност, сматра да је важно да се правилно развија оквир који гарантује висок степен међународне конзистентности, тако да промовише једнаке прилике и минимизирање ризика од регулаторне арбитраже. Реформа оквира за спречавање кризе, управљање и решавање добила је замах у 2010. год. Ова реформа има за циљ имплементацију политике ЕУ, координације оквира и јачање ЕУ регулаторног оквира. ЕЦБ је активно допринела овом раду и Евросистем је подржао развој ЕУ резолуције оквира. Оснивање Европског системског ризика одбора (ЕСРБ) 16. децембра 2010. год., означило је прекретницу у смислу учења лекција из европске кризе. ЕСРБ ће спровести макро опрезни надзор у ЕУ,

[163] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

идентификацију, процену и приоритетске системске ризике, и издају упозорења и препоруке под "делај или објасни" режимом. Заједно са новим Европским надзорним органом (ЕСА) и националним надзорним органима, ЕСРБ је део новог Европског система за финансијски надзор (ЕСФС). ЕЦБ обезбеђује Секретаријат ЕСРБ и обезбеђује ЕСРБ са аналитичком, статистичком, логистичком и административном подршком. Припремни рад за ЕСРБ на ЕЦБ је почео са постављањем ЕСРБ на Секретаријату 1. марта 2010. год. Тело за доношење одлука у ЕСРБ одржало је свој први састанак 20. јануара 2011. год. ЕЦБ је објавила извештај о наученим лекцијама из финансијске кризе у вези са функционисањем инфраструктуре европских финансијских тржишта. Поред тога, ЕЦБ је наставила да делује као катализатор за активности приватног сектора кроз олакшавање колективих акција. Што се тиче јединственог платног простора Еврозоне (СЕПА), ЕЦБ је снажно подржала рад европских законодаваца да створе неопходан замах да заврше СЕПА пројекат. Предвиђен пропис којим се утврђује крајњи датум за миграције у СЕПА, под којим ће употреба националних инструмената плаћања бити обустављена, је кључ за обезбеђивање благовременог и глатко усвојеног СЕПА. У области услуга централне банке, Евросистем послује у платном систему великих вредности ТАРГЕТ 2. Платформа ТАРГЕТ2 олакшава бруто поравнање трансакција у реалном времену у еврима и омогућава 23 ЕУ централних банака и њихових корисничких заједница да имају користи од исте свеобухватне и напредне услуге. Значајан напредак је остварен је у 2010. год. на програму Евросистема за нова мулти-валутна поравнања хартија од вредности решењем које се зове ТАРГЕТ2-Хартије од вредности (Т2С). Кључна питања политике су напредовала или су завршена током ове године, са, на пример, одлукама о ценама политике и успостављањем оквира управљања полагањем низа начина на који ће Евросистем, централне банке не-евро зоне, депо Централног регистра и тржишни учесници, моћи да учествују у будућем развоју и функционисању Т2С. Рад је такође напредовао на успостављању платформе (ЦЦБМ2) за колатералну мобилизацију Евросистема. Овај систем, који је планирао да оживи у 2013. год., омогућиће Евросистему да обезбеди ефикаснио и трошковно оптимизовано управљање колатералом и напредне услуге за управљање ликвидношћу партнера Евросистема.

Осврћући се ка организационим питањима, ЕЦБ је имала 1,421.5 стално еквивалентних позиције на крају 2010. год., у поређењу са 1,385.5 позиција на крају 2009. год. Повећање је углавном због нових задатака који су додељени ЕЦБ у односу

на ЕСРБ Секретаријат и подршку за ЕСРБ уопште. Чланови особља ЕЦБ долазе из свих 27 држава чланица ЕУ и регрутују се путем отворених селекционих конкурса објављених на сајту ЕЦБ. У складу са политиком кретања ЕЦБ, 204 чланова особља преселило се интерно на друге позиције у 2010. год., док је осам чланова особља уступљено другим организацијама за спољно радно искуство и 36 је одобрено неплаћено одсуство да студирају или да се запосле при другим организацијама или из личних разлога. Континуирано стицање и развијање вештина и компетенција свих чланова особља остало је камен темељац стратегије ЕЦБ људских ресурса. Кретања у вези са корпоративном културом фокусирана су на различитости и професионалној етици. Побољшани оквир етике за чланове особља ЕЦБ је ступио на снагу 2010. год. Свечано полагање камена темељца 19. маја 2010. год. обележило је званични почетак главних радова за нове ЕЦБ просторије. Почетком 2010. год. јавне тендерске процедуре су успешно завршене, а уговори за рад представљају око 80% од обрачунатих трошкова градње додељених у оквиру предвиђеног буџета. Датум завршетка за нове просторије заказан је за крај 2013. год. Што се тиче финансијских рачуна, ЕЦБ је стекла добитак од 1,33 милијарди евра у 2010. год., у поређењу са суфицитом од 2.22 милијарди у 2009. год. Управни савет је одлучио да пренесе, на дан 31. децембра 2010. год., износ од 1.16 милијарди провизије за девизни курс, каматне стопе, кредите и ризика цене злата, повећавајући на невероватних 5.18 милијарди евра, што је било вредност капитала ЕЦБ исплаћеног од стране еврозоне на тај дан. Величина ове провизије се преиспитује на годишњем нивоу. Нето добит ЕЦБ у 2010. год., након преласка на одредбе, била 170 милиона евра. Овај износ је подељен на НЦБ евро зоне у сразмери са својим уплаћеним учешћем у капиталу ЕЦБ.

7. Одлуке монетарне политике

У 2010. год. Евросистем се поново суочио са веома изазовним окружењем, са обновљеним тензијама финансијских тржишта. Опасни потреси су примећени у неким тржиштима евро зоне обвезница, посебно од маја 2010. год., огледајући ефекте суверене дужничке кризе. Са позитивне стране, изгледи за инфлације остали су скромни, нису били ни дефлациони нити инфлациони притисци на политички

релевантном хоризонту. ХИЦП инфлација порасла је постепено током године и износила је 1,6% у просеку у 2010. год., према 0,3% у 2009. год. Кретања у економском расту су била релативно повољна у 2010. год., посебно узимајући у обзир тешку економску кризу у 2009. год., са подацима за штампу и истраживањима у току године који су углавном указивали на нешто боље економске перформансе него што је било очекивано. У овом окружењу, Савет је посматрао кораке акомодативне монетарне политике, као одговарајуће и стога су оставили кључне каматне стопе ЕЦБ непромењене на историјски ниском нивоу постигнутом у мају 2009. год. Каматна стопа на главним рефинансирајућим пословима износила је 1,00% током 2010. год., стопа на депозитне олакшице 0,25% и стопе на маргиналној каматној олакшици 1,75%.

Посматрајући изблиза на кретања каматних стопа од интензивирања финансијске кризе након колапса америчких финансијских институција Браће Лехман 15. септембра 2008. год., неки од кључних датума који уводе нову фазу финансијских криза могли су да буду наглашени. Позитивна кретања у функционисању тржишта новца у току 2009. год. утрла су пут за неке од нестандардних мера за побољшање функционисања трансмисионог механизма монетарне политике које су нестале почетком 2010. год. Међутим, у мају 2010. год. нови талас кризе почео је да се развија. Како је забринутост тржишта око одрживости јавних финансија повећана, нарочито у неким земљама еврозоне, тржишта обвезница у тим земљама постала су озбиљно нефункционална. С обзиром на улогу тржишта државних обвезница у трансмисионом механизму монетарне политике, ЕЦБ је лансирала програм тржишта хартија од вредности и поново увела неке од нестандардних мера које су укинуте у претходним месецима. Програм хартија тржишта, као и све друге нестандардне мере усвојене од октобра 2008. год. током периода од акутних финансијских тржишта тензија, је, по изградњи, и природи привремености, у потпуности у складу са мандатом одржавања стабилности цена у средњорочном периоду.

7.1. Нестандардне мере у 2010. год.

Нестандардне мере монетарне политике ЕЦБ су изузетан одговор при изузетним околностима. Оне су, по изградњи, привремене. Заиста, почетком 2010. год. неке нестандардне мере које су се показале непотребне су укинуте, јер је тако одлучено од стране Савета у децембру 2009. год., услед побољшаних услова на финансијским тржиштима и доказа да трансмисиони механизам монетарне политике ради поново нормално. Специјално, Савет је одлучио у децембру 2009. год. да ће дванаестомесечна рефинансирајућа операција (ЛТРО) у том месецу бити последња са том рочности, да ће само још један шестомесечни ЛТРО бити спроведен (у марту 2010. год.), и да ће додатни тромесечни ЛТРО бити прекинут. Осим тога, у координацији са другим централним банкама, ЕЦБ је прекинула привремене девизне ликвидности пружајући операције у фебруару 2010. год. Осим тога, у марту 2010. год. одлучено је да се врати на променљиве поступке оцени тендерске у тромесечним ЛТРО. Коначно, програм куповине покривених обвезница, који је покренут у мају 2009. год. за период од годину дана, завршен је у јуну 2010. год., након што је Евросистем купио 60 милијарди евра еврозоне покривених обвезница као што је планирано. Истовремено, други елементи побољшане кредитне ЕЦБ подршке, као што су коришћење поступка фиксног курса пуним увећањем у главним рефинансирајућим операцијама, остали су на месту. [164]

У пролеће 2010. год. тензије су се поново појавиле у појединим сегментима финансијских тржишта, посебно у неким тржиштима државних обвезница еврозоне. Спредови десетогодишњих државних обвезница појединих земаља еврозоне у односу на немачке обвезнице влада почели су да се повећавају веома брзо. То је углавном повећало забринутост тржишта око одрживости јавних финансија у неким земљама еврозоне, у погледу пораста владиног дефицита и дуга. Проширење спредова се убрзано проширило у априлу и почетком маја 2010. год., а 6. и 7. маја достигли су ниво без преседана још од почетка ЕМУ. То је навело владе Евро зоне да најаве свеобухватни пакет мера, укључујући Олакшице европске финансијске стабилности, 9. маја.

[164] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

У том контексту, 10. маја 2010. год. Евросистем је најавио лансирање програма тржишта хартија од вредности. У оквиру овог програма, Евросистем може вршити интервенције у еврозони јавних и приватних дугова тржишта хартија од вредности, са циљем обезбеђивања дубине и ликвидности у дисфункционалним тржишним сегментима и враћање правилног функционисање трансмисионог механизма монетарне политике. Владина тржишта обвезница играју битну улогу у процесу трансмисије монетарне политике, која послује преко следећих канала. Каматне стопе на државне обвезнице су обично једна од главних одредница каматних стопа које финансијске и нефинансијске фирме морају да плате када издају своје обвезнице ("каналисање цена"). Када су тржишта обвезница озбиљно поремећена, краткорочне каматне стопе централне банке више не прилазе на одговарајућем степену дугорочних стопа које су релевантне за одлуке домаћинстава и фирми, и, самим тим, цена. Оштар пад цена обвезница које су имплициране од стране много дугорочнијих каматних стопа на рачун поремећених тржишта обвезница проузроковао је значајне губитке у портфолијима финансијских и нефинансијских сектора, што је смањило могућност банака да обезбеде кредите економији ("канал биланса стања"). Изузетно ниска ликвидност на тржишту државних обвезница је ограничила употребу државних обвезница као колатерала у рефинансирајућим операцијама, чиме је ометено снабдевање банака кредитима ("канал ликвидности"). Дакле, одлука да почне да се интервенише у тржиштима обвезница донешена је у циљу помоћи да се одржи одговарајући пренос монетарне политике на реалну економију у зони евра имајући у виду неисправности неких сегмената тржишта хартија од вредности. У складу са одредбама Уговора, свака куповина Евросистема државних обвезница је стриктно ограничена на секундарна тржишта. Повећање ликвидности, као резултат куповине обвезница у контексту Програма тржишта хартија од вредности, потпуно је стерилисано путем Специјалне операције ради реабсорбовања, јер циљ овог програма није био да се убризга додатна ликвидност у банкарски систем. Преовлађујући ниво ликвидности и каматних стопа на тржишту новца (другим речима, монетарна политика) стога није под утицајем програма, што не представља последицу за инфлаторни ризик. На крају 2010. год. Евросистем је интервенисао у тржиштима обвезница у износу од 73,5 милијарди евра и апсорбовао је ликвидност на тржишту новца у истом износу. Поред имплементације ових нових нестандардних мера, 3. маја 2010. год. ЕЦБ је суспендовала примену минималне границе кредитног рејтинга у захтевима

колатералне подобности у случају обвезница издатих или гарантованих од стране грчке владе након финализације заједничког ЕУ и ММФ-програма за. Осим тога, почетком маја је поново увео неке од нестандардних мера које су повучене раније, како би се избегла негативна преливања из домаћих суверених обвезница тржишта на друга финансијска тржишта. Постојао је ризик да би нормално функционисање тржишта постало обезвређено, посебно почетна карика трансмисионог механизма монетарне политике између централне банке и кредитних институција. Заузврат, ово је могло да озбиљно наруши способност банака, које су примарни извор финансирања у еврозони, да обезбеде кредит за реалну економију. Конкретно, Евросистем је вратио тендерску процедуру фиксног курса са пуним увећањем у редовним тромесечним ЛТРО за период од краја маја, а нова шестомесечна рефинансирајућа операција са пуним увећањем је спроведена у мају. Свап линије привремене ликвидности са федералним резервама су настављене. Имајући у виду континуиране тензије у неким државним сегментима тржишта обвезница и високе неизвесности, Савет је одлучио на својим састанцима у септембру и децембру 2010. год., да све дугорочне рефинансирајуће операције Евросистема буду обављене у последњем кварталу 2010. год. и првом кварталу од 2011. год., односно буду спроведене као тендер са фиксном стопом пуног увећања. Стопе у овим ЛТРО су фиксиране на просеку стопа главних рефинансирајућих операција током трајања те ЛТРО. Током 2010. год. главне рефинансирајуће операције спроведене су на фиксним стопама са пуним увећањем. Након оштре контракције доживљене у 2008-09. год., економски раст евро зоне био је позитиван опет на крају 2009. год. и наставио је да расте у 2010. год. Квартална реална стопа раста БДП у првој половини 2010. год. била је боља него што се очекивало, огледајући делом значајну подршку од фискалног стимуланса и акомодативне монетарне политике, као и опоравка глобалне економске активности. У складу са очекивањима, економски раст био је умерен донекле у другој половини године, док је основни импулс еврозоне опоравка остао позитиван. Све у свему, реални БДП евро зоне порастао је за око 1,7% у 2010. год. Инфлаторни притисци и даље су били умерени у 2010. год., са највишим притиском раста на крају године и почетком 2011. год. Просечна годишња стопа инфлације у 2010. год. износила је 1,6%. Месец-за-месец дешавања у стопи инфлације су приметни, како се годишња инфлација ХИПЦ постепено повећавала у 2010. год., дижући се из ниске 0,9% у фебруару на 2,2% у децембру.

Слика бр. 18, Кретање инфлације у 2010. год.



[165]

Постепено повећање ХИЦП инфлације, што се може видети из приложене слике бр. 18, углавном одражава кретања у робним ценама, вођене глобалним економским опоравком и основним ефектима. Мере базиране на тржишном и посматраном дугорочном инфлаторним очекивању остале су учвршћене углавном на нивоима који су у складу са циљем Савета за вођење испод стопе инфлације, али близу 2% у средњерочном периоду. Темпо монетарне експанзије у евро зони постепено се повећавао у 2010. год.

[165] http://sdw.ecb.europa.eu/

Слика бр. 19, Кретање М3 у 2010. год.



[166]

М3 раст, међутим, остао је низак, по просечној стопи од 0,6% у 2010. год, приказано на слици 19. Ово подржава процену да је основни темпо монетарне експанзије био умерен и да су инфлациони притисци на полугодишту били обуздани. Монетарна анализа је коришћена као основа за анализу и процену новца и кредитног развоја и знатно је побољшана током времена, а то је продубило средњорочно оријентисану стратегију монетарне политике ЕЦБ.

7.2. Постепени економски опоравак и престанак неких нестандардних мера

Гледајући одлуке монетарне политике у 2010. год. детаљније, информације и анализе, које су постале доступне на почетку године указују на умерени привредни опоравак у току у зони евра, делом подржан од стране привремених фактора. Штавише, за опоравак је вероватно да буде неуједначен. Конкретно, стопа економског раста и кретања инфлације разишла се незнатно у земљама еврозоне, у мањој мери него у 2009. год. Разлика је углавном била резултат текућих ребалансних процеса унутар еврозоне, као одраз неодрживог раста образаца уоченог у неким

[166] http://sdw.ecb.europa.eu/

земљама пре кризе. Макроекономске прогнозе и пројекције за евро зону остале су непромењене углавном у пролеће 2010. год. Мартовске 2010. год. макроекономске пројекције ЕЦБ особља предвиђају годишњи реални раст БДП-а у распону између 0,4% и 1,2% у 2010. год., а између 0,5% и 2,5% у 2011. год. Кретање цена се очекивало да остане под утицајем релевантних политичких процеса, са ХИЦП инфлацијом пројектованом да буде између 0,8% и 1,6% у 2010. год., и између 0,9% и 2,1% у 2011. год. Унакрсна провера исхода економске анализе са сигналима из монетарне анализе наставила је да потврђује присутност ниских инфлаторних притисака на полугодишту. Стопа раста новца и кредита и даље је била ниска, иако је код стопе раста новца донекле прецењено успоравање у основном темпу монетарне експанзије захваљујући стрмим падинама криве приноса, што је изазвало померања из М3. На почетку 2010. год. Савет је почео да постепено гаси мере за ликвидност које нису потребне у истој мери као у прошлости, у складу са одлукама које из децембра 2009. год. Конкретно, број дугорочних рефинансирајућих операција је смањен. Ови кораци су предузети насупрот позадини побољшања услова финансијских тржишта, укључујући и тржиште новца, у току 2009. год. Међутим, Евросистем је наставио да пружа невероватну подршку ликвидности у банкарском систему еврозоне, олакшавајући пружање кредита привреди у евро зони у окружењу настављене неизвесности. Као резултат тога, прекономна каматна стопа наставила је да стоји близу стопи на депозитне олакшице, као што је то рађено од увођења поступка тендера фиксног курса са пуним увећањем у октобру 2008. год. Пре тога, веома краткорочним каматним стопама на тржишту новца су управљале првенствено минималне понуђене стопе на главним рефинансирајућим операцијама.

7.3. Криза на појединим суверeним тржиштима обвезница од маја 2010. године

Високи владини дефицити, убрзано повећање државног дуга и БДП однос и растуће потенцијалне обавезе по основу гаранција за банке су поставили сцену за реинтензификацију финансијске кризе. Тржишни притисак већ се гомилао крајем 2009. год. и почетком 2010. год., али је кулминирао почетком маја 2010. год., са неким ширењима у еврозони обвезница против немачких обвезница, достигао репер

нивоа који није виђен још од увођења евра. Ово је посебно случај приноса код грчких државних обвезница, који је достигао веома висок ниво у поређењу са немачким обвезницама репера, али приноси на обвезнице неких других влада су такође били погођени. С обзиром на улогу тржишта државних обвезница у преносу монетарне политике на привреду и цене, ЕЦБ је покренула свој програм тржишта хартија од вредности, што је омогућило Евросистему да купи јавне и приватне обвезнице. Макроекономска кретања у првој половини 2010. год. била су повољнија него што се очекивало, упркос утицају суверене дужничке кризе. Ови позитивни помаци генерално су довели до значајних узлазних ревизија макроекономске прогнозе и пројекције за евро зону објављених касније у току године, укључујући и јунске 2010. год. макроекономске пројекције особља Евросистема. У исто време, остатак године су се очекивале нешто ниже стопе раста, али са позитивним основним импулсом. У септембарским пројекцијама особља ЕЦБ, очекивало се да годишњи реални раст БДП буде између 1,4% и 1,8% у 2010. год., и између 0,5% и 2,4% у 2011. год. Ово је подразумевало значајну ревизију за 2010. год. у поређењу са јунским пројекцијама 2010. год. Евросистемовог особља, у које су укључене пројекције раста између 0,7% и 1,3% за 2010. год. Побољшање макроекономских услова је праћено повољним кредитним кретањима. У јесен 2010. год. постало је јасно да је прекретница годишње стопе раста кредита у приватном сектору постигнута почетком године. Док је годишња стопа раста кредита становништву већ достигла прекретницу у трећем кварталу 2009. год., годишња стопа раста кредита нефинансијских корпорација није постала мање негативна до друге половине 2010. год. Овај образац је потпуно у складу са одговором на дешавања у кредитним нефинансијских корпорацијама за привредне активности током пословног циклуса који је приметан у претходним циклусима. Након широке стабилизације у првој половини 2010. год., евро прекоиоћних индекса просека (ЕОНИА) незнатно је порастао у другој половини године, на рачун постепеног смањења у износу вишка ликвидности. С обзиром да је у овом периоду ЕЦБ је наставила да снабдева неограничене количине ликвидности за МФИ, против програмске залоге, по фиксној стопи у главним рефинансирањима пословања. Према томе, они нису узети као знак једног заоштравање монетарне политике. Уместо тога, смањење тражње банака за финансирање Евросистема би се могло тумачити као одраз за бољи приступ тржишног финансирања, као што су банкарске хартије од вредности и међубанкарског кредитирања. Крајем 2010. год. тензија је интензивирала поново у

појединим тржиштима обвезница, која одражавају повећану забринутост о одрживости јавних финансија у неким земљама еврозоне, у делу који се односи на потребу за финансијском подршком посрнулим банкарским системима, али донекле и указујући неизвесности о различитим аспектима превенције европске суверене кризе и решавања механизама. Још једном, приноси неких државних обвезница нагло су порасли. Истовремено погоршање услова финансирања банкама довело је до повећања обраћања по питању ликвидности добијене од Евросистема. Тензије у неким сегментима финансијских тржишта, као и њихова потенцијална преливања на реалне економије у евро зони, створиле су додатне ризике за економску перспективу по извештају у децембарске пројекције 2010. год. особља Евросистема, који је у великој мери непромењен од предвиђања за 2010. год. и 2011. год. пријављених у септембарској пројекцији 2010. год. особља ЕЦБ. По мишљењу Савета, ризици за економске прогнозе су били нагнути на лошу страну, а неизвесност је остала повишена. Поред финансијских тензија на тржишту, ризици у вези са поновним повећањем цене нафте и других цена добара, протекционистичких притисака и могућности поремећаја корекције глобалних неравнотежа. С друге стране, глобална трговина је могла порасти брже него што се очекивало, чиме би се подржао извоз евро зоне. Истовремено, ниво пословног поверења у евро зони и даље је био релативно висок. Што се тиче кретања цена, из пројекције особља Евросистема децембра 2010. год. предвиђена је годишња ХИЦП инфлација у распону између 1,3% и 2,3% у 2011. год. Ризици изгледа за стабилност цена виђени су од стране Савета као уравнотежени, са већим повећањем цена које се очекује у наредним месецима. Ризици су повезани, нарочито код збивања у енергетици и неенергетским ценама робе. Поред тога, повећање индиректних пореза и регулисаних цена могло је бити веће него што се очекивало, захваљујући потреби за фискалном консолидацијом у наредним годинама. У том контексту, Савет је одлучио почетком септембра и почетком децембра 2010. год. да настави да води главне операције рефинансирања и посебне операције рефинансирања са роком доспећа једног обрачунског периода, као основну тендер процедуру са стопом пуног увећања у кварталу пред нама. Као резултат тога, моделитети ових операција рефинансирања остали су исти као и они примењени у мају 2010. год. Осим тога, Савет је одлучио да спроведе тромесечно рочне операције рефинансирања у последњем кварталу 2010. год. и првом кварталу 2011. год., као основну процедуру тендера са стопом са пуним увећањем. Стопе у овим операцијама су фиксиране на просек стопе на главним операцијама

рефинансирања током рочности дотичне операције. Почетком 2011. год. инфлационе стопе наставиле су да расту, углавном због виших цена сировина. У марту 2011. год. Савет је закључио на основу економске анализе да је ризик изгледа за развој цена био повољан, а основни темпо монетарне експанзије остао је умерен. Основни импулс економске активности у еврозони и даље је био позитиван, али је и даље постојао повишен ниво неизвесности. Јака агилност је била загарантована са изгледом задржавања ризика по стабилност цена. Сматрало се да је неопходно да недавни раст инфлације не доведе до широко заснованих инфлаторних притисака на полугодишту, а Савет је остао спреман да делује одлучно и благовремено да осигура да се ризици по стабилност цена на полугодишту неће остварити. Сматрано је да је наставак чврстог усидравања инфлационих очекивања од суштинске важности. Савет је такође одлучио да настави вођење главне рефинансирајуће операције као основне процедуре тендера са стопом пуног увећања, онолико дуго колико је потребно, а најмање до 12. јула 2011. год. Овај поступак је такође остао у употреби за специјалне операције рефинансирања, које би и даље требало да се спроводе онолико дуго колико је потребно, а најмање до краја другог квартала 2011. год. Осим тога, Савет је одлучио да настави обављање тромесечне рефинансирајуће операције у другом кварталу 2011. год., као основном процедуром тендера са стопом пуне препарцелизације.[167]

7.4. Операције монетарне политике, девизне операције и инвестиционе активности

7.4.1. Операције на отвореном тржишту

Инструменати монетарне политике у Евросистему коришћени у 2010. год. обухватају операције на отвореном тржишту, као што су главне рефинансирајуће операције (ОСП), дугорочне рефинансирајуће операције (ЛТРО) и фино наштимоване операције, постојеће олакшице и минималне потребе обавезних

[167] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

резерви. Програм куповине покривених обвезница (ЦБПП) и програм тржишта хартија од вредности (СМП) уведени су као привремене нестандардне мере усмерене на поправљање квара сегмената у евро финансијским тржиштима. Током 2010. год. Савет није променио кључне каматне стопе ЕЦБ. Каматна стопа на ОСП, каматна стопа на најнижој каматној олакшици и каматне стопе на депозитне олакшице остале су непромењене, на 1,00%, 1,75% и 0,25%. Обим је тако задржан на 150 базних поена. Почетком 2010. год. неке од нестандардних мера монетарне политике које су уведене као одговор на интензивирање финансијске кризе у 2008. год. постепено су избачене. То је значило дисконтовање од шест месеци, од 12 месеци и допунски тромесечни ЛТРО и поново увођење варијабилне процедуре тендера стопа у редовним тромесечним ЛТРО, почевши са радом од 28. априла 2010. год. У међувремену, пуно увећање и утврђене процедуре тендерске стопе наставили су да се примењују на ОСП и операције рефинансирања са специјалним роком (са роком доспећа од једног обрачунског периода). Штавише, операције које пружају девизну ликвидност (у швајцарским франциима и америчким доларима) које је спровео ЕЦБ обустављене су након 31. јануара 2010. год. Дана 10. маја 2010. год. Савет је донео неколико мера за решавање озбиљних тензија које су настале током протеклих седмица у појединим финансијским тржишним сегментима. Осим одлуке да се поново спроведу све рефинансирајуће операције као основна процедура тендера са стопом пуног износа, као и да спроведе шестомесечну ЛТРО са пуним увећањем 12. маја 2010. год., Савет је саопштио програм тржишта хартија од вредности као нову меру за решавање тих тензија . Да би се осигурало да монетарна политика не утиче под интервенцијама СМП, ликвидност убризгана кроз СМП се апсорбује кроз недељно прикупљање орочених депозита из банкарског сектора. Штавише, привремени линије размене са Америчким системом федералних резерви, који су прекидали након 31. јануара 2010. год., поново је активиран у мају 2010. год., у координацији са другим централним банкама, а ЕЦБ је наставила операције за пружање ликвидности у америчким доларима.

7.4.2. Потребе ликвидности банкарског система

Када снабдева ликвидност кроз операције на отвореном тржишту, Евросистем обично узима у обзир дневну процену потреба ликвидности области банкарства консолидованог евро система. Ове потребе ликвидности одређује збир минималних обавезних резерви, вишак резерви и аутономних фактора. Аутономни фактори су ставке биланса стања Евросистема, као што су новчанице у оптицају и државни депозити, који имају утицај на текуће рачуне кредитних институција, али нису под директном контролом Евросистема за управљање ликвидношћу. Међутим, са изузетком редовног ЛТРО од 28. априла 2010. год., све редовне рефинансирајуће операције Евросистема у 2010.год. спроведене су као основна процедура тендера са стопом пуног увећања. Као последица тога, изузетан обим пословања рефинансирања наставио је да буде вођен не разматрањем по питању снабдевања Евросистема, него по захтеву комитената, чиме виде своје основне преференције ликвидности. Ниво текућих рачуна изнад минималне обавезне резерве у 2010. год. износио у просеку 1,26 милијарди евра, што је више од нивоа из претходних година (1,03 милијарде евра у 2009. год. 2 и 1,07 милијарди евра у 2008. год.). Током 2010. год. банкарски систем еврозоне је наставио да позајмљује вишак ликвидности и да га депонује назад у Евросистем, плаћајући фиксну стопу на главним операцијама рефинансирања и примарне стопе на депозитне олакшице (који подразумева и ширење 75 поена). Просечна дневна нето прибегавања депозитним олакшицама Евросистема, што се може посматрати као једна мера укупног вишка ликвидности, порасла су са скоро 180 милијарди у јануару 2010. год., на скоро 300 милијарди у јуну 2010. год. Након тога, пале су и усталиле се тик изнад 50 милијарди у децембру 2010. год. Имплицитни пад агрегатне ликвидности повећан у другој половини 2010. год. показује да смањење укупног неизмиреног рефинансирања које доноси доспеће једногодишњег ЛТРО - прво 1. јула (442.2 милијарди евра), други на 30. септембар (75,2 милијарди евра), а трећи 23. децембра (96,9 милијарди евра) - није компензован еквивалентним порастом у остатка дуга у рефинансирајућим краткорочним операцијама процедуре тендера са фиксном стопом са пуним увећањем. Ово се може тумачити као доказ да је предострожна потражња комитената за ликвидност од Евросистема попустила током године. У 2010. год. просечне дневне ликвидносне потребе банкарског система еврозоне износиле су 557 милијарди евра, 3,5% мање

него у 2009. год. Главни разлог за пад је био пад у аутономним факторима, од 9%, на 346 милијарди евра у просеку. Минималне обавезне резерве незнатно су смањене у просеку у 2010. год., на 212 милијарди евра, у поређењу са 216 милијарди у 2009. год.

7.4.3. Систем минималних резерви

Кредитне институције у еврозони су у обавези да држе минималне резерве на текућим рачунима код Евросистема. Као што је био случај од 1999. год., минимални захтеви за резервама су једнаки 2% резерви база кредитних институција у 2010. год. и износиле су 212 милијарди у просеку 2% ниже од просека 2009. год. Пошто за било који обрачунски период Евросистем обештећује резерве по стопи која је просек маргиналних стопа на ОСП у обрачунском периоду (ако је спроведено као променљива стопа процедуре тендера) или као фиксна МРО стопа (у случају тендерске процедуре фиксне стопе), систем минималних резерви не намеће порез на банкарски сектор. У исто време, она испуњава две важне функције у оперативном оквиру монетарне политике. Прво, она доприноси стабилности краткорочних стопа на тржишту новца, јер обавезне резерве морају бити остварене само у просеку током обрачунског периода, што дозвољава кредитним институцијама да изгладе привремени и неочекивани ликвидносни прилив и одлив. Као друго, увећава ликвидни дефицит банкарског система, нпр. укупну потребу банака за рефинансирањем из Евросистема, чиме се осигурава под нормалним тржишним условима глатка и предвидљива тражња за рефинансирањем из Евросистема, што олакшава управљање краткорочном тржишном стопом новца од стране Евросистема.[168]

[168] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

7.4.4. Операције отвореног тржишта

Евросистем тренутно користи ОСП, ЛТРО, специјалне дугорочне рефинансирајуће операције и фине операције да управља ситуацијом ликвидности на тржишту новца. Све ликвидности које пружају операције морају да буду у потпуности обезбеђене. ОСП су редовни послови са недељном фреквенцијом и обично имају рок доспећа од једне недеље. Они су главни инструмент за сигнализацију монетарне политике ЕЦБ. Редовни месечни ЛТРО су операције за пружање ликвидности са три месеца рочности. Постепено смањивање нестандардних мера на почетку 2010. год. довело је до прекида допунских ЛТРО са три месеца и шест месеци доспећа. Међутим, посебне рочности рефинансирајућих операција, уведене у септембру 2008. год., рочности која је синхронизована са одговарајућим обрачунским периодом, задржане су. Три ЛТРО за пружање ликвидности са роком доспећа од годину дана донешено је током 2009. год. од 1. јула, 30. септембра и 23. децембра 2010. год. Четири фине операције за пружање ликвидности су спроведене од 1. јула, 30. септембра, 11. новембра и 23. децембра да изгладе ефекат ликвидности од шестомесечно и годину дана рочних ЛТРО. У 2010. год. свих 52 ОСП су вођени као основна процедура стопом тендера у којој су сви били задовољни. Број подобних партнера повећан је на 2.267 у 2010. год., од 2.157 у 2009. год. У просеку, 115 комитената учествовало је у ОСП у 2010. год., у поређењу са 401 у 2009. год. Просечан волумен додељен ОСП је 133,8 милијарди евра, у поређењу са 149,8 милијарди евра у 2009. год. Просечно додељивање пред доспеће прве године ЛТРО (88,4 милијарди евра) било је око пола просечне запремине додељене у другој половини 2010. год. (179,3 милијарди евра). У 2010. год. забележен је најмањи број комитената (65) да учествује у ОСП у операцији која се одиграла 3. марта, а најнижа ОСП запремина (54 милијарди евра) сакупљена је у операцији која се десила 6. јануара. У првој половини године, пре годишњег доспећа ЛТРО, дневни просек увећаног обима ликвидности у ЛТРО, допунске ЛТРО и специјалним рефинансирајућим операцијама био је 671 милијарди. У другој половини године дневни просек је пао на 431 милијарди евра пре доспећа другог једногодишњег ЛТРО 30. септембра, а затим смањио даље на 333 милијарди у последњем кварталу ове године. Учешће у операцијама рефинансирања са посебном рочношћу (са роком доспећа једнаким дужини резервног обрачунског периода)

повећано је посебно у току године, почев од 5,7 милијарди додељених у јануару на 68 милијарди додељених у децембру, са осмоструким повећањем учешћа партнера (од 7 до 56). Учешћа у редовним тромесечним ЛТРО била су прилично нестабилна током 2010. год., од минимум 2 милијарде евра додељених у марту на максимално 149 милијарди евра у децембру (просек од 45,1 милијарди евра). Коначно, у два шестомесечна пословања 1. априла и 13. маја, комитенти су учествовали са укупно 18 милијарди евра и 36 милијарди евра, респективно. Евросистемове централне банке наставиле су своје куповине покривених обвезница у еврима, као део Програма куповине покривених обвезница, који је почео 6. јула 2009. год. Циљани износ ЦБПП од 60 милијарди евра, купљен на примарном и секундарном тржишту преко 12 месеци трајања програма, постигнут је 30. јуна 2010. год. Заједно са СМП 134,8 милијарди је предвиђено за 2010. год. за куповине од стране Евросистема. ЕЦБ може спровести операције за пружање ликвидности и ликвидноапсорбујуће фине операције на ад хок бази ради управљања условима ликвидности на тржишту и ради управљања каматним стопама. Одлука Савета да прошири приступ финим операцијама од 6. октобра 2008. год. давањем подобности свим партнерима који имају право да учествују у операцијама Евросистема на отвореном тржишту на основу стандардних тендерских процедура, као и да додатно испуне критеријуме сигурног избора специфизиране од стране одговарајућих НЦБ, остао је на снази у 2010. год. У циљу да реапсорбује ликвидност убризгану кроз програм тржишта хартија од вредности, ЕЦБ води ликвидноапсорбујуће фине операције да прикупи једнонедељне орочене депозите за недељни износ који одговара договореној величини саме СМП. Ове фине операције су изведене процедуром тендера са променљивом стопом са максималним понудом стопе од 1%. Штавише, ЕЦБ је обавила редовне фине операције да би се супротставила неравнотежи ликвидности последњег дана одржавања периода. 12 операција за апсорбовање ликвидности је спроведено, уз једнодневна доспећа, као и процедуром тендера са варијабилном стопом максималном понудом стопе која је једнака фиксној стопи на ОСП. У просеку, 232 милијарди евра се апсорбује преко тих операција, са 171 комитената који учествују.

7.5. Постојеће олакшице

Комитенти могу користити две постојеће олакшице на сопствену иницијативу да задрже преконоћну ликвидност према расположивом колатералу или да поставе преконоћне депозите код Евросистема. На крају 2010. год., 2.395 комитената су имали приступ најнижој каматној олакшици и 2.789 комитената имало је приступ депозитним олакшицама. Стопе за ове објекте обезбедиле су максимум и минимум и стога обављају важну функцију монетарне политике. Коридор формиран од стопе две постојеће олакшице, са ширином од 150 базних поена, задржан је симетричан око МРО стопе, која је била непромењена на 1,00%. То је учињено како би се осигурало да стопа на депозитне олакшице остане изнад нуле, чиме се одржава подстицај за партнере у несигурној трговини на преконоћном тржишту. Употреба депозитних олакшица је задржана на високом нивоу, посебно током другог квартала 2010. год., када је нови рекорд од 384.3 милијарди евра уочен (11. јуна). Просечна дневна употреба депозитних олакшица је 145,9 милијарди евра (у поређењу са 208,5 милијарди евра у периоду од 9. октобра до 31. децембра 2008. год. и 109 милијарди евра у 2009. год.)

7.6. Прихватљива средства за операције монетарне политике

У складу са Статутом ЕСЦБ, а у складу са праксом централне банке широм света, све кредитне операције Евросистема су засноване на адекватним инструментима обезбеђења. Концепт адекватности подразумева, прво, да је Евросистем у великој мери заштићен од остваривања губитака у својим кредитним операцијама и друго, да довољан колатерал треба да буде доступан широком распону партнера, тако да Евросистем може да обезбеди ликвидност која се сматра неопходном у својим операцијама монетарне политике као и дневног кредита у платном систему. Да би се олакшало ово Евросистем је прихватио широк спектар средстава као колатерал у свим својим кредитним операцијама. Ова функција колатералног оквира Евросистема је, заједно са чињеницом да је приступ

Евросистемовим операцијама на отвореном тржишту одобрен великом броју партнера, била кључна у подржавању спровођења монетарне политике у време стреса. Уграђена флексибилност његовог оперативног оквира дозвољавала је Евросистему да обезбеди потребну ликвидност да се позабави са оштећеним системом функционисања тржишта новца, без суочавања са распрострањењем колатералних ограничења током финансијских кризе. Привремене мере за проширењем листе прихватљивих колатерала које су уведене крајем 2008 остале су на снази до краја 2010. год. У 2010. год. просечан износ прихватљивих колатерала повећан је за 7%, у поређењу са 2009. год., на укупно 14 трилиона. Општи владин дуг, од 5,8 трилиона евра, чини 41% од укупног броја, док је остатак тржишног колатерала био у облику непокривених банкарских обвезница (2,7 трилиона евра, или 19%), покривених обвезница банака (1,5 трилиона долара, или 11%), корпоративних обвезница (1,5 трилиона евра, или 11%) и других обвезница (0,6 трилиона, или 4%), као што су оне издате од стране наднационалних организација. Укупан обим утрђених средстава која су постала квалификована као резултат привремених мера уведених у 2008. год. износио је 1,3 трилиона на крају 2010. год. Листа прихватљивих колатерала такође укључује нетржишну имовину, углавном кредитних потраживања (такође се помињу као "банкарски кредити"). За разлику од утрђене активе, није могуће проценити подобност кредита док се не региструју код Евросистема. Дакле, обим потенцијално подобне нетржишне имовине не може се лако измерити. Узимајући у обзир ово упозорење, износ нетржишних средстава депонованих од стране комитената, као колатерал у кредитним операцијама Евросистема достигао је 0,4 трилиона евра у 2010. год., што представља 3% од укупних прихватљивих колатерала у Евросистему. Нижи кредитни праг привремено уведен да прошири листу прихватљивих колатерала је такође примењен на нетржишна средства. Просечна вредност утрђене и нетржишне имовине изнете од комитената, као колатерал у кредитним операцијама Евросистема незнатно је смањен, од 2.034 милијарди евра у 2009. год. на 2,010 милијарди евра у 2010. год. Ово смањење се огледа пре свега на чињеницу да су комитенти имали у просеку ниже ликвидносне потребе током 2010. год. Међутим, упркос смањења ликвидносних потреба комитенти чувају, као агрегат, слично велике количине додатног обезбеђења при Евросистему како су они урадили у одговору на турбуленције финансијског тржишта. Што се тиче састава изнетог колатерала, просечан удео хартија незнатно је порастао са 23% у 2009. год. на 24% у 2010. год.,

чиме постаје највећа класа имовине изнете као колатерал код Евросистема, док укупан износ поднетог остаје стабилан. Непокривени банка обвезнице додатно су смањене на 21% изнетог колатерала у 2010. год. Нетржишна имовина стиче даљу важност, уз раст учешћа са 14% у 2009. год. на 18% у 2010. год. Поред тога, такође због суверене дужничке кризе у појединим земљама еврозоне, просечан удео централних државних обвезница додатно је повећан са 11% у 2009. год. на 13% у 2010. год. Средства класе која су била привремено расположива до краја 2010. год. износила су око 1% од укупног тржишног колатерала изнетог крајем 2010. год.[169]

7.7. Питања управљања ризицима

Евросистем ублажава ризик од подразумевања уговорних страна у операцијама кредитног захтева Евросистема захтевањем од уговорних страна да доставе одговарајућа средства обезбеђења. Међутим, Евросистем је још увек изложен бројним финансијским ризицима уколико супротна ишта подразумева, укључујући кредитни, тржишни и ризик ликвидности. Поред тога, Евросистем је изложен девизном ризику у контексту пословања пружања ликвидности у страним валутама насупрот колатералу у еврима, кад год оно било спроведено. У циљу смањења свих ових ризика на прихватљив ниво, Евросистем одржава високе стандарде за кредитне активе прихваћене као колатерал, вреднује колатерал на дневној основи и примењује одговарајуће мере контроле ризика. Оснивање новог Одбора за управљање ризицима је додатно допринело јачању оквира управљања ризицима Евросистема. Ниво бафера се преиспитује на годишњем нивоу, до евентуалног одлагања колатерала и у складу са изгледима за опоравак. Општије, финансијских ризици у кредитним пословима су квантификовани и редовно пријављени органима одлучивања ЕЦБ. У 2010. год. ЕЦБ је изнела низ прилагођавања њених критеријума и оквира контроле ризика. Савет је одлучио да задржи минималну кредитни праг и не продају имовине у оквиру колатерала Евросистема на инвестиционом нивоу ван краја 2010. год., осим у случају хартија

[169] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

имовине. Као последица ове одлуке, ЕЦБ је објавила 8. априла 2010. год. и 28. јула 2010. год. нови распоред према разликама у роковима доспећа, категоријама ликвидности и кредитног квалитета активе у питању, на основу ажуриране процене ризика, карактеристике прихватљивих средстава и стварне употребе квалификованих средстава од партнера. Штавише, неке промене су уведене у дефиницији категорија ликвидности за утрђену активу и примена додатних процена за теоријски вредну имовину. Нови распоред је ступио на снагу 1. јануара 2011. год. Дана 3. маја 2010. год. Савет је одлучио да суспендује, до даљњег, примену минимума кредитног рејтинга у захтевима колатералне подобности за потребе кредитних операција у Евросистему у случају утрђених дужничких инструмената које издаје или за које гарантује Влада Грчке . Ова одлука је, такође, из перспективе управљања ризицима, резултат позитивне оцене Савета о економском и финансијском програму прилагођавања направљеног са Европском комисијом, у спрези са ЕЦБ и ММФ и одобреног од стране Грчке владе, уз снажну посвећеност Грчке владе да у потпуности спроведе програм. Дана 9. октобра 2010. год. Савет је одлучио о броју даљих корекција оквира за спровођење монетарне политике у евро зони. Ове промене укључују јасније и строжије одредбе за подобности АБС, увођење додатних олакшица забране блиских веза, унапређење формулације о суспензији, ограничење или искључење комитената и средстава на основу разборитости или подразумеван и разјашњен третман случајева у којима друга страна не успева да довољно колатерализује операцију за обезбеђивање ликвидности. У циљу повећања транспарентности у вези са АБС, а чиме је могуће сачинити више информација процене ризика за такве имовине и помоћи да се обнови поверење на тржиштима сигурности. Када је потребно руковање подацима у инфраструктури ради обраде, верификација и пренос података је успостављен од стране учесника на тржишту, обезбеђивање кредита по кредиту информација ће постати расположив услов за те инструменте. Евросистем ће наставити да прихвата хартије не испуњавајући критеријуме о новим информацијама док облигација о достављању податка на нивоу кредита не дође на снагу.[170]

[170] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

7.8. Девизно пословање и операције са другим централним банкама

У 2010. год. Евросистем није предузео никакве интервенције на девизном тржишту. Осим тога, ЕЦБ није предузела никакве акције девизног пословања у валутама које учествују у девизног курса механизма 2. Постојећи споразум између ЕЦБ и ММФ да се олакша покретање специјалних вучења права (СДР) трансакцијама ММФ у име ЕЦБ са другим носиоцима СДР је активиран само једном приликом у 2010. год. Аранжман реципрочне валуте (своп линија) ЕЦБ успостављен са Америчким системом федералних резерви у 2007. год. да се предупреди напетост европских тржишта финансирања у америчким доларима истекао је 1. фебруара 2010. год. У вези са доларском аукцијом са олакшаном рочношћу федералних резерви, а у блиској сарадњи са другим централним банкама, Евросистем је обезбедио средства својим комитентима на основу расположивог колатерала кредитних операција Евросистема. У јануару 2010. год. Евросистем спроводи четири операције као основну процедуру са стопом тендера са пуним увећањем и седмодневним доспећем. Одлука да се дозволи да своп линија за ликвидност истекне донешена је имајући у виду побољшање услова на финансијским тржиштима у 2009. год. Дана 10. маја, међутим, привремена своп линија је реактивирана као део пакета за решавање тешких напетости у појединим тржишним сегментима који су се поново појавили у вези са сувереном дужничком кризом у појединим земљама еврозоне. Конкретно, реактивација је осмишљена да помогне ублажавању притиска на тржиштима финансирања у америчким доларима и да се спречи ширење на друга тржишта. Ове операције су биле у форми споразума о поновној куповини и спроведене су као основна процедура тендер са стопом са пуним увећањем. Између маја 2010. год. и 25. фебруара 2011. год. Евросистем спроводи 32 операције са седмодневним доспећем, као и једну 14-дневну операцију 22. децембра и једну 84-дневну операцију 18. маја. Евросистем је наставио да пружа ликвидност у швајцарским франциma својим комитентима преко четири своп операције са седмодневном рочношћу у јануару 2010. год. Ове операције су спроведене у форми ЕУР / УСД девизних свопова у фиксној цени и уз максимално увећање износа, утврђеној од стране ЕЦБ у сарадњи са швајцарском Народном банком. Дана 18. јануара 2010. год. ЕЦБ је најавила да је Савет одлучио, у договору са Народном

банком Швајцарске, да заустави спровођење једнонедељне своп операције за пружање ликвидности у швајцарским францима, након 31. јануара 2010. год., услед пада тражње и побољшаних услова у тржиштима финансирања. ЕЦБ и Банка Енглеске саопштиле су да је 17. децембра 2010. год., у оквиру сарадње централних банака, привремена своп операција за ликвидност, под којим је Банка Енглеске могла да обезбеди, ако је потребно, до 10 милијарди фунти ЕЦБ у замену за евро. Споразум, који истиче крајем септембра 2011. год., омогућава фунти стерлинга да се стави на располагање Централне банке Ирске, као меру предострожности, у циљу испуњавања било каквих привремених потреба за ликвидношћу банкарског система у тој валути. Ова своп олакшица се није користила у 2010. год. Дана 31. децембра 2010. год. одиграла се трансакција за пружање ликвидности откупом од 1,8 милијарди, са роком доспећа од три дана. Она је спроведена од стране ЕЦБ у вези са аранжманом за ликвидност у договору са централним банкама изван евро зоне.

7.9. Програм тржишта хартија од вредности

Савет је одлучио у мају 2010. год. да успостави програм тржишта хартија од вредности. Циљ овог привременог и текућег програма је да се односи на неисправност појединих сегмената тржишта дужничких хартија еврозоне и да обезбеде одговарајући трансмисиони механизам монетарне политике. У пракси, програм се спроводи од стране менаџера портфолиа Евросистема који обављају куповину одређених дужничких хартија евро зоне у тржишним интервенцијама. До 31. децембра 2010. год. Евросистем је купио хартије под СМП у укупном износу од око 73,5 милијарди евра. У циљу да реабсорбује ликвидност убризгану програмом тржишта хартија од вредности, ЕЦБ је спровела фине операције за ликвидност прикупљања једнонедељних фиксно орочених депозита за недељни износ који одговара величини СМП самог.[171]

[171] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

7.10. Програм куповине покривених обвезница

Крајем јуна је куповина спроведена по другом програму. Евросистем је купио номинални износ од 60 милијарди евра под ЦБПП током једногодишњег периода спровођења, од 6. јула 2009. год. до 30. јуна 2010. год. Циљ овог програма, који је био један од камена темељаца приступу побољшане кредитне подршке ЕЦБ, био је да допринесе оживљавању тржишта покривених обвезница. Један од главних знакова успеха ЦБПП је приметно реактивација активности примарног тржишта за покривене обвезнице. Између саопштења ЦБПП и њеног престанка, 175 ЦБПП-подобне нове покривене обвезнице и 55 тапова постојећих ЦБПП-подобних покривених обвезница издате су за укупан износ од око 184 милијарди еура. 4 Од марта 2010. год. хартије од вредности које се држе под ЦБПП биле су доступне за кредитирање на захтев за подобне комитенте у случају погодног колатерала. Иако је ово кредитна активност остала ограничена у погледу износа, сматра се корисном за правилно функционисање тржишта где су хартије под ЦБПП у принципу, на располагању за кредитирање.

7.11. Инвестиционе активности

Инвестиционе активности ЕЦБ, осим оних које се односе на СМП и ЦБПП се организују на такав начин да се обезбеди да се никакве инсајдерске информације о акцијама централне Банке не могу користити код доношења инвестиционих одлука. Скуп правила и процедура (познат као "кинески зид") осигурава да унутрашње информације о монетарној и девизној политици ЕЦБ и других централних банака не стигну до чланова особља инвестиционе дивизије ЕЦБ или чланова особља ЦББиХ који су укључени у инвестиционе активности ЕЦБ. Уколико се инсајдерске информације пренесу на ова особља, било намерно или не, инвестиционе активности ЕЦБ могу бити суспендоване у целости или делимично, што значи да састав инвестиционих портфеља ЕЦБ у поређењу са њиховим реперима није дозвољено променити.

7.12. Управљање девизним резервама

Портфолио девизних резерви ЕЦБ је првобитно постављен преко трансфера девизних резерви средстава из еурозоне. Временом, састав портфолија рефлектује ЕСПБ промене у тржишној вредности уложених средстава, као и девиза и злата пословања у ЕЦБ. Главни циљ девизних резерви ЕЦБ је да обезбеди да, кад год је потребно, Евросистем располаже довољним износом ликвидних средстава за своје политике девизног пословања укључујући не-ЕУ валуте. Циљеви за управљање девизним резервама ЕЦБ су, по редоследу важности, ликвидност, сигурност и обрт. Портфолио девизних резерви ЕЦБ се састоји од америчког долара, јапанског јена, злата и СДР. Резервама америчког долара и јапанског јена активно управља ЕЦБ и они из еврозоне који желе да учествују у овој активности као агенти за ЕЦБ. Од јануара 2006. год. "модел специјализације валуте" је у функцији повећања ефикасности ЕЦБ инвестиционих операција. По овој шеми, свака НЦБ која жели да учествује у управљању девизним резервама ЕЦБ, или групама које делују заједнички за ову намену НЦБ, по правилу је додељен удео у портфолиу америчког долара, или јапанског јена. Банка Естоније је изразила интерес да буде укључена у управљачке активности девизних резерви ЕЦБ и успоставила је договор заједно са Суомен Панки Финском банком за обављање ових активности заједно, при чему су две централне банке заједнички управљају делом портфолиа јапанског јена у име ЕЦБ. Вредност нето страних резерви ЕЦБ по тренутном курсу и тржишним ценама порастао је од 51 милијарди на крају 2009. год. на 60,6 милијарди на крају 2010. год., од којих је 43,2 милијарди евра у страним валутама (тј. јапански јен и амерички долар) и 17,4 милијарди евра у злату и СДР. Применом курсева за крај 2010. год., средства деноминирана у амерички долар представљају 76% од девизне резерве, а она која гласе на јапански јен чине 24%. 13% повећања у вредности девизног портфеља углавном дугује захвалност јапанском јену (за 22,6%) и америчком долару (за 7,8%) у односу на евро у односу на годину дана, као и позитивне доприносе од капиталних добитака и прихода камата од активности менаџмента портфолија. Вредност злата и СДР повећана је за око 37%. Ово повећање је углавном услед апресијације злата од око 38% у 2010. год., мерено у еврима. Током 2010. год. холдинг злата ЕЦБ није промењен, али је повећан на почетку 2011. год., када је Банка Естоније пребацила одређену количину злата ЕЦБ као део свог трансфера девизних резерви средстава у

ЕЦБ. У 2010. год. списак подобних инструмената у која портфолио девизних резерви ЕЦБ може бити уложен је непромењен.

7.13. Новчана маса

Крајем 2010. год. било је 14,2 милијарди новчаница у оптицају, са укупном вредношћу од 839,7 милијарди евра. То се пореди са 13,6 милијарди новчаница, са укупном вредношћу од 806,4 милијарди евра, на крају 2009. год. У 2010. год. годишња стопа раста евро новчаница у промету, у смислу вредности и обима, био је у региону од 4%. Новчанице од 50 и 100 показују најснажнији раст, са годишњим стопе раста од 6,7% и 5,4%, респективно, на крају децембра 2010. год., а претходно јака потражња за новчаницом од 500 евра попушта, са годишњом стопом раста од 2,1% до краја ове године. До краја 2010. год. новчаница 50 евра је имала највећи удео у укупном промету у обиму у односу (39,2%), док је новчаница од 500 евра имала највећи удео у смислу вредности (34,3%), помно праћен новчаницом од 50 евра (33,0%). Потражња за новчаницама у регионима изван евро зоне снажно фокусирана на високе вредности новчаница, незнатно је опала у 2010. год. Иако је остао константан од средине 2009. год. до средине 2010. год., прилив готовине евра премашује прилив у другој половини 2010. год. Ово би могао бити резултат укидања раније присвојених евро новчаница, који је био у захтевамо као сигурно уточиште након финансијског превирања у 2008. год. Процењује се да је 20-25% евро новчаница у оптицају у вредности смислу се користи ван еврозоне, посебно у суседним регионима. У 2010. год. укупан број евро кованог новца у оптицају повећан је за 6,2% што је 92.9 милијарде евра, док је њихова укупна вредност порасла за 4,5% и износи 22,3 милијарди евра. Са 61% учешћа у укупном обиму од новчића у оптицају, број мале вредности новца - 1, 2 и 5 центи - и даље је висока.

У 2010. год. еврозоне НЦБ издале су 33,6 милијарди новчаница, док је 33,1 милијарди новчаница враћено. 34.2 милијарди новчаница је обрађено у потпуности у аутоматизованој машини за обраду, која проверава новчанице за аутентичности и погодности за оптицај. У том процесу, 5,8 милијарди новчаница је идентификовано као лоше за оптицај и уништене су. У 17,1%, неподобних стопа остаје близу стопи оствареног у 2009. год. Принос учесталости новчаница у оптицају је смањена и даље

пада са 2,59 на крај 2009. год. на 2,46 крајем 2010. год. Високо вредноване новчанице показале су низак повратак фреквенције (0,34 за новчанице од 500 евра, 0,51 за новчанице од 200 евра и 0,76 за 100 евра), док је принос фреквенције деноминација који се обично користе за трансакције већи (1.87 за новчанице од 50 евра, 3,77 за 20 евра, 4.39 за 10 евра и 2,50 за 5 евра).

Монетарна политика ЕЦБ у 2011. години

У 2011. год. је било изузетно, имајући у виду економске и финансијске услове који су били изазов. У том смислу, ЕЦБ константно је пружала чврст и поуздан ослонац. Ову тврдњу доказује чињеница да је очекивана средња до дугорочна инфлација остала чврсто стабилизована близу, али ипак испод 2% током полугодишта у складу са очекивањима Савета , што је знак високог степена кредибилитета монетарне политике ЕЦБ. Током 2011. год. развој цена је био под директним утицајем повећања цена енергената и добара што је довело до директног раста инфлације. Просечна годишња ХИЦП инфлација била је 2.7%. У првом делу године, економски опоравак евра се наставио, подржан глобалним растом и јачањем потражње у евро зони. Истовремено, главна стопа раста инфлације значајно се повећала почетком 2011. год., и баланс ризика према прегледу инфлације окренуо се на горе. Основна стопа монетарне експанзије постепено се опоравила, док је монетарна ликвидност била задовољавајућа, тј. довољна да задовољи, или изађе у сусрет растућем притиску цена. Да би осигурали и одржали стабилност, Савет је повећао главне камате у априлу и јулу 2011. год. оба пута на 25 основних тачака, након одржавања истих на веома ниским нивоима током протекле две године. Од средине јула тензије на финансијском тржишту су се интезивирале, углавном због бриге учесника на тржишту поводом еволуције јавних финасија у појединим земљама евро зоне. Резултирало је тежим финансијским околностима и погоршаним економским поверењем, заједно са падом глобалне потражње, ослабљеном економском активношћу у евро зони током друге половине 2011. год. Реални ГДП укупно је повећан за 1.4% током 2011. год. Висока нестабилност финансијског тржишта, заједно са притисцима смањења задужености банака, такође су утицали на раст новца, који је умањен крајем године. Основна стопа монетарне експанзије остала је пригушена, контролисана. Имајући ово у виду, Савет је умањио кључне камате стопе ЕЦБ у новембру и децембру за укупно 50 основних поена. Ризици за финансијску стабилност евро зоне повећали су се значајно како се дужничка криза и њен утицај на банкарски сектор погоршавао. Нарочито у другој половини године, заразни ефекат у већим земљама евро зоне је ојачао и полетео на горе услед међуодноса рањивих јавних финансија и финансијског сектора. Све је ово праћено слабљењем макроекономског раста, посебно крајем године. Притисак на банке евро зоне значајно се повећао у неколико сегмената тржишта, укључујући несигурно рочно финансирање и краткорочна средства у доларима. Ово је довело до јачања притиска на смањење задужености банака крајем 2011. год., наговештавајући ризик

од супротних, тј., нежељених импликација за кредитну способност. Притисци за смањењем задужења укорењени у кратко и средњерочном финансирању банака били су благовремено задржани акцијама централне банке. Како су тенденције финансијског тржишта погођене механизмом нежељеном трансмисијом монетарне политике, Савет је усвојио дијапазон нестандардних мера монетарне политике од августа 2011. год. Евросистем је одлучио да одржи фиксну стопу увећања отплате у свим операцијама рефинансирања најмање до краја јуна 2012. год. У децембру Савет је усвојио додатне увећане мере кредитне способности, укључујући извршење две дугорочне рефинансирајуће операције са трогодишњом рочношћу, увећаном способношћу обезбеђења, тј., залоге и смањење рациа у резерви до 1%. Главна намера ових мера је да амортизује тензије на финансијском тржишту по питању кредита за домаћинства и фирме, осигуравајући ликвидност банака. Широко позиционирано повећање стабилности финансијских ризика открило је потребу за одлучном и одважном акцијом унутар и изван еврозоне. Пакет мера најављен и усвојен од стране европског савета и високих државника евро зоне односио се на неколико кључних области, са циљем повраћаја финансијске стабилности евра. Централни елементи пакета укључили су нови пакет фискалних мера и јачање алата за стабилизацију евро зоне, укључујући ефикаснију европску финансијску стабилност, бржу имплементацију механизма европске стабилности и мере циљано усмерене на изазове са којима се носи Грчка. 27. јануара 2012. год. шефови држава и влада сложили су се и оформили Третман стабилности, координанације и владавине економском и монетарном заједницом Уговор о стабилности, кординација и управљање у економској и монетарној унији. Он се залаже за јачање постојећег фискалног оквира, приметно кроз стабилизацију националног закона о буџету , који се оверава пред Европским судом правде. Посматрана одступања од правила и повезани кумулативни утуцаји на дуг владе биће аутоматски исправљени. Уколико је правилно имплементирана и стављена на снагу, нова фискална политика требало би да побољша одрживост јавних финансија у евро зони. Гледајући банкарски сектор, Европска банкарска власт и национални супервизори усвојили су мере не би ли осигурали јачање капитала банака европске уније на основу вежби тестирања притиска на просторима европске уније спроведеног у јулу. Да би се окренули потребама банака за средствима, приступ ка рочном финансирању спроведен је кроз поновно увођење шеме гарантованог државног финансирања, које су координиране

на нивоу европске уније у смислу приступа и услова. Током 2011. год. испуњена је агенда регулаторне реформе.

Важан догађај који се односио на ризике глобалног финансијског система био је усвајање Г20 интегрисаног сета процедура и мера које се тичу систематски важних финансијских инситуција. ЕЦБ потпуно подржава нове интернационалне стандарде, који су дизајнирани ради регулисања негативних екстерних фактора и моралних потешкоћа унетих од стране глобалних системски важних институција. Они су неопходан корак да би се смањили потенцијалност и озбиљност финансијске нестабилности и банкрота. ЕЦБ, као члан Финансијског одбора за стабилност, је активно допринела овом делу. Још једна битна тема била је и праћење ревизије и финализација одређених елемената нових капиталних и ликвидних стандарда (Базел III). ЕЦБ такође доприноси имплементацији Базел III стандарда у Европи и поздравља предлог Европског комесеријата од 20 јула 2011. год. за директиву и регулацију који ће имплементирати оквире Базел III у европске законе. По њиховом мишљењу, изнетом 27 јануара 2012. год., ЕЦБ у потпуности подржава јаку посвећеност ЕУ имплементацији интернационалних стандарда и споразума на пољу финансијске регулације, узимавши у обзир где је потребно, одређене специфичне одлике финансијског и правног система ЕУ. 2011. год. је прва година постојања Европског одбора за систематизацију ризика (ЕСРБ) – надгледајућег тела задуженог за идентификацију и процену системских ризика, издавање упозорења и препорука. ЕЦБ гарантује Секретат ЕСРБ-а. Током 2011. год. ЕСРБ почео је да има редовне размене мишљена о ризицима са ЕУ финансијског система, у чему је кључна ствар била интеракција између кредитне способности европске владавине, растуће потешкоће банака у прикупљању средстава, и ослабљени економски раст. ЕСРБ је усвојио три јавне препоруке:

1) кредитирање у страним валутама, односно исплаћивање кредита;

2) финансирање кредитних институција америчким доларима; и

3) макро-опрезним мандатом националних власти.[172]

Сада се ради на поставци релевантног механизма за праћење, упоредо са режимом који подразумева акт упутстава. Коначно, ЕСРБ је кроз целогодишњи рад ишао ка развитку макро-опрезне процедуре у ЕУ, до данас, ревидирани су аспекти ЕУ законодавства – нарочито фокусирано на потребе банака по питању капитала и

[172] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf

инфраструктури тржишта – и дељењу брига са законодавним телима ЕУ. ЕЦБ је наставила да доприноси кључној политици и регулаторним иницијативама са циљем увећања стабилности инфраструктуре финансијског тржишта, укључујући законодавне иницијативе на нивоу ЕУ. ЕЦБ је допринела раду Комитета система за исплате и поравњања и Интернационалној организацији комесеријата за сигурност Међународне организације за харије од вредности, нарочито ставкама које се односе на структуре финансијског тржишта и рад на пољу инфраструктуре ОТЦ дериватног тржишта. У мају 2011. год. Савет је одобрио мандат за Европски форум за Сигурност појединачних исплата, тј., исплата становништву. Коначно, током 2011. год. исцрпан прелиминарни преглед расположиве документације која се тиче ТАРГЕТ2 је одржан, у коме су учествовале све релевантне надлежне институције. У пољу надлежности услуга централне банке, евро систем оперира високовредносним системом плаћања ТАРГЕТ2. Јединствена платформа ТАРГЕТ2 олакшава међусобно измирење дуговања у најкраћем могућем року (РТГС) свих трансакција у еврима и омогућава 24 часовно профитирање од ових услуга свим централним банкама и њиховим корисницама у ЕУ. Известан напредак је направљен у 2011. год. у програму Евро система за сигурно вишевалутно поравнање – ова солуција зове се ТАРГЕТ2-хартије од вредности. После више од две године преговарања правна документација је одобрена од стране Савета, отварајући пут за централне сигурносне улагаче и Евросистем за улазак у међусобни уговор о сарадњи у 2012. год. Преговори са неевропским централним банкама које желе да омогуће располагање својим валутама у оквиру Т2С за намирење трансакција су такође закључени. Било је и позитивног развоја по питању техничких ствари, пример за то је публикација детаљних корисничких функционалних спецификација и избор провајдера услужне мреже. ЕЦБ је имала 1,440.5 сталних позиција еквивалентних онима са пуним радним временом при крају 2011. год., у поређењу са 1,421.5 позиција при крају 2010. год. за повећање је су углавном заслужни повећани пословни захтеви као резултат финансијске кризе. Чланови особља ЕЦБ долазе из свих 27 чланица ЕУ и регрутовани су отвореним селекционим кампањама ради попуњавања слободних места објављених на сајту ЕЦБ. У складу са политиком мобилности ЕЦБ, 237 чланова особља се померало интерно на друге позиције у 2011. год., док је 6 чланова особља прослеђено другим организацијама ради екстерног радног искуства и 54 је отишло на неплаћено одсуство ради студирања или запослења при другим организацијама, или личних разлога. Константна аквизиција из разних вештина и

компетентности свих чланова особља остао је камен темељац стратегија људских ресурса ЕЦБ. ЕЦБ је израдила профит од 1.89 милијарди евра у 2011. год., у поређењу са профитом од 1.33 милијарди у 2010. год. Савет је одлучио да пребаци 31. децембра 2011. год., износ од 1.17 милијарди на име провизије стране курсне разлике, камате, кредита и ризика цене злата, увећавајући га до фасцинантних 6.36 милијарди, што је вредност капитала исплаћених од стране евро зоне НЦБ до тог датума. ЕЦБ нето профит за 2011. год., после трансфера на име провизије, био је 728 милиона. Овај износ је дистрибуиран у еуро зони НЦБ у размери њихових уплаћених деоница у капиталу ЕЦБ.

8. Одлуке монетарне политике

Евросистем је поново био суочен са изузетно захтевном ситуацијом у 2011. год. До лета 2011. год. инфлациони притисак повећао се на основу пораста цене добара, што је могло бити окидач за широкообухватни инфациони процес у сред економског опоравка. Ризици инфационог изгледа на хоризонту политичких прилика, како кажу економски аналитичари, изменио се на горе. Штавише монетарна анализа индикује да је основна стопа монетарне експанзије била умерена, монетарна ликвидност била је задовољавујућа и могуће суочена са акомодацијом високог притиска. Да би задржала ове ризике, Европско веће повећало је главне камате ЕЦБ у два наврата у априлу и јулу за укупно 50 основних поена. У другој половини године интензивирање тензија финансијског тржишта учинило је значајни умањујући утицај на економску активност евро подручја. Да би осигурали одржавање стабилности цена, Савет је смањио главне стопе ЕЦБ за 50 основних поена у два наврата у новембру и децембру. На крају 2011. год. камата главних рефинансирајућих операција остала је на 1.00%, камата на депозитне установе на 0.25% и камата на маргиналне институције за исплаћивање кредита на 1.75%. Високи нивои тензије финансијског тржишта почевши у лето имали су потенцијал да уназаде трансмисију сигнала монетарне политике ка економији. Да би осигурали лагану и уједначену трансмисију ЕЦБ је одлучила за бројне нестандарне мере монетарне политике од августа до децембра 2011. год.

8.1. Нестандарне мере у 2011. год.

Значајни пад на неколико сегмената финансијског тржишта у еврозони довео је до одлуке да ЕЦБ уведе бројне нестандарне мере монетарне политике у другој половини 2011. год. Тензије тржишта обвезница владе које су смањене Грчкој, Ирској и Португалу, проширили су се на Италију и Шпанију, а онда и на друге земље еврозоне. Овај развој догађаја рефлектовао се и на друге ствари као што су питање финансијске самоодрживости посебно имајући у виду одређене земље еврозоне, бриге по питању глобалних економских изгледа, несигурност по питању моделитета европске финансијске подршке земљама најугроженијим чланицама еврозоне погођеним дужничком кризом, укључујући могућност укључивања приватног сектора. Велики стрес се приказао у сувереним тржиштима обвезница у другој половини 2011. год. и такође је погодио новчано тржиште еврозоне. Овај развој навео је европски савет да усвоји бројне нестандарне мере монетарне политике од августа 2011. год., са циљем спречавања узнемиравања финансијског тржишта попут оног које смо имали прилике да видимо у случају Леман браће у септембру 2008. год. Без таквих мера развој тржишта би трпео последице за трансмисију импулса монетарне политике, а самим тим и одржавање стабилности цена читаве еврозоне током читавог полугодишта. У августу 2011.год. Савет је најавио да ће евросистем да настави да обезбеђује ликвидност банкама кроз фиксну рату процедурама тендера са пуним увећањем макар до ране 2012. год. Даље дугорочне рефинансирајуће операције са доспећем приближно 6 месеци су презентоване. Такође, ЕЦБ је најавила реактивацију програма сигурности тржишта (СМП). Овај програм представљен у мају 2010. год., тежи да подржи преношење одлука монетарне политике у контекст дисфункционалних сегмената финансијских тржишта са новом стабилношћу цена за еврозону уопштено. Ниједна куповина није обављена под овим програмом од краја марта 2011. год., али значајан скок ризика се појавио од августа када су нека тржишта задужених влада постала дисфункционална и када се тензија проширила на остала тржишта. Материјализација ових тржишта имала би тежак утицај на приступ финансијама у економији еврозоне. У доношењу одлуке да се настави СМП интервенција, Савет је забележио између осталог посвећеност влада еврозоне у подстизању финансијских циљева који су најављени од стране неких влада узимајући у обзир мере и реформе које требају да буду усвојене у подручјима

фискализације и структурализације. Модалитети СМП остали су непромењени: куповине владиних обвезница од стране евросистема строго су ограничене на секундарна тржишта; омогућавајући ефекти ликвидности СМП куповине обвезнице су у потпуности реализовани специфичним операцијама апсорције ликвидности; и СМП, као све остале нестандарне мере монетарне политике, је у пракси привремено. При крају 2011. год. износ остатка обвезница под СМП је по завршном рачуну Евросистема био испод 211.4 милијарди евра. 15 септембра пратећи притиске финансирања америчких долара, Савет је најавио три ликвидне операције у доларима са рочношћу од приближно три месеца покривајући крај године, што је мера одлучена у координацији са главним централним банкама. Ове операције су попримиле форму поновне куповине споразума о расположивом колатералу. 6. октобра две додатне дугорочне рефинансирајуће операције су најављене: једна у октобру 2011. год. са рочношћу од приближно 12 месеци и једна у децембру 2011. год. са рочношћу од приближно 13 месеци. Савет је такође индиковао у октобру да процедуре фиксне рате са пуним увећањем буду коришћене за све рефинансирајуће операције увећане бар до краја прве половине 2012. год. Ове мере предузете су са циљем подршке финансирања банака, охрабрујући банке да наставе исплате кредита домаћинствима и нефинансијским корпорацијама. У прилог томе објављен је нови програм куповине обвезница дозвољавајући Евросистему куповину покривених обвезница у вредности од 40 милијарди евра у примарним и секундарним тржиштима између новембра 2011. год. и октобра 2012. год. При крају 2011. год. износ остатка дуга у обвезницама под овим програмом стајао је испод 3.1 милијарди евра. 30 новембра ЕЦБ је најавила координирану акцију са осталим централним банкама да би се увећао њихов капацитет за обезбеђење ликвидности глобалним финансијским системима кроз аранжмане ликвидне размене. Цена постојећег привременог аранжмана ликвидности америчког долара разменом умањена је за 50 основних поена. Циљ ове акције био је умањење ефеката напетости на финансијском тржишту обезбеђивања кредита за домаћинства и бизнис клијенте. Осмог децембра Савет је најавио додатне мере подршке банкама по питању исплата и ликвидности у евро зони. Нарочито, одлучено је да се изврше две дугорочне рефинансирајуће операције са трогодишњом рочношћу, са могућношћу превремене отплате након прве године. Способност давања залога повећана је смањењем критеријума оцењивања за одређене врсте осигурања у виду залога и дозвољавајући НЦБ да привремено прихвати као додатно кредитно потврђивање код банкарских зајмова,

нпр које задовољава специфичан критеријум доступности. У прилог томе, рацио резерви је смањен са 2% на 1%. Коначно, фино наштимоване операције које су извршаване последњег дана сваког периода одржавања прекинуте су. Прва трогодишња операција рефинансирања, извршена 21. децембра 2011. год., обезбедила је 489.2 милијарди евра банкама, док је друга, извршена 29. фебруара 2012. год., обезбедила 529.5 милијарди. Пратећи реални ГДП раст од 1.8% у 2010. год., економска активност је наставила да се шири у 2011. год., али нешто споријим темпом. Квартална реална ГДП стопа раста у првом кварталу 2011. год. била је јака, али ово је било делимично због специјалних фактора као што су поновни бољитак на пољу грађевине, која је била ниска због лошијих временских услова при крају 2010. год. када су отежавајући услови престали да имају ефекта, квартални реални ГДП раст пао је приметно у другом кварталу, рефлектујући лош утицај јапанског земљотреса. У другој половини године реални ГДП раст био је веома слаб. Инфлација је константно била на повишеном нивоу целе године, просечно 2.7% у 2011.год., од ранијих 1.6% у 2010. год. Што се тиче месечног профила годишње ХИЦП инфлације, стопа се постепено повећала са 2.3% у јануару до врхунца од 3.0% у периоду септембра и новембра, пре опадања на 2.7% у децембру, рефлектујући развој догађаја на пољу енергије и добара. Средња и дугорочна очекивања инфлације остала су учвршћена на циљаним нивоима Европског већа, и то испод и близу 2% на полугодишту. После релативно ниског М3 раста од 1.7% у 2010.год., темпо монетарне експанзије у евро зони постепено се увећао у прва три квартала 2011. год., постижући 2.9% у септембру 2011. год. Ипак, тензије финансијског тржишта и притисци на банке да прилагоде завршне рачуне, нарочито на пољу капиталних потреба, ослабили су монетарну динамику у јесен, доводећи до пада годишње стопе раста М3 на 1.5% у децембру.

Слика бр. 20, Кретање М3 у 2011. год.



[173]

Месечни профил М3 раста у 2011. год. је био под изузетним утицајем међубанкарских трансакција које се обављају преко централних учесника, тј., страна, које су део сектора који држи новац. Можемо закључити да је монетарна експанзија била умерена током читаве године.[174]

8.2. Растући инфлациони притисци у првој половини године

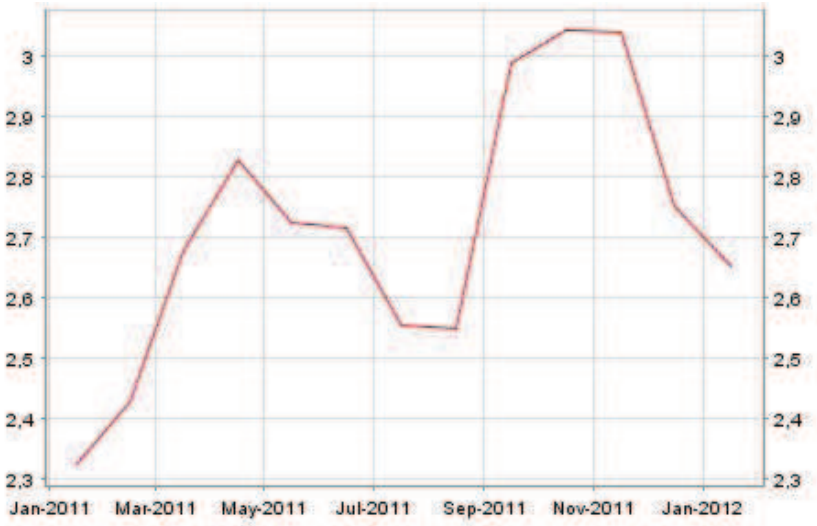
Детаљније гледајући на одлуке монетарне политике у 2011. год, економија евро зоне почела је годину са позитивним растом и широко балансираним ризицима услед повећане несигурности. Било је очекивано да извор евро зоне буде подржан експанзијом светске економије. Тражње приватног сектора такође су приметно допринеле расту, у светлу жељених нивоа поверења у пословању. Ова очекивања рефлективала су се у марту 2011. год. у пројекцијама особља ЕЦБ, које је предвидело годишњи реални ГДП раст у распону од 1.3% до 2.1% у 2011. год. и између 0.8% и 2.8% у 2012. год. Истовремено, постојао је доказ укупне растуће

[173] http://sdw.ecb.europa.eu/

[174] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf

инфлације, углавном услед цена добара. Имајући у виду пожељни моментум раста, ово је могло бити окидач за другу рунду ефеката и још шире инфлационе притиске.

Слика бр. 21, Кретање инфлације у 2011. год.



[175]

У марту 2011. год. макроекономске пројекције особља ЕЦБ предвиделе су годишњу ХИЦП инфлацију у распону од 2.0% и 2.6% за 2011. год. и између 1.0% и 2.4% за 2012. год., што је био помак нагоре имајући у виду децембарске макроекономске пројекције Евросистема особља у 2010. год., углавном због виших цена енергије и хране. Последично, Савет је приметио да је у марту ризик по питању средњорочних изгледа био позитиван, имајући у виду да су ризици опсежно балансирани али са изгледима о порасту у прва два месеца у 2011. год. У овом контексту, Савет је изразио своју спремност да делује чврсто и правовремено да би се осигурао против материјализације скока ових ризика. У вези са ризицима нарочито се очекивао ризик од повећања цене добара, као и већа од очекиваних повећања индиректних пореза и административних такси, због потребе за фискалном консолидацијом у долазећим годинама, као и вишим од очекиваних притисцима домаћих цена у контексту константног опоравка активности. Унакрсна провера резултата економске анализе са сигналима које је дала монетарна анализа сугерира да је темпо монетарне експанзије још увек био умерен. Истовремено, низак

[175] http://sdw.ecb.europa.eu/

ниво раста новца и кредита довео је до парцијалног ослобођења великих износа монетарне ликвидности акумулиране у економији пре периода финансијских тензија. Ово је имало потенцијала да умањи акомодацију притисака цена који су се појавили на тржишту добара као резултат јаког светског раста економије и ликвидности настале услед експанзионих монетарних мера на глобалном нивоу. У светлу растућих ризика за стабилност цена индентификованих економском анализом, да би се осигурала инфлациона очекивања на нивоима конзистентним са стабилношћу цена, Савет је одлучио да повећа кључну камату ЕЦБ за 25 поена на састанку 7. априла 2011. год., после држања на историјски ниском нивоу током две године. Сматрано је пресудним осигурање да пораст ХИЦП инфлације неће довести до друге туре ефеката и самим тим довести до инфлационих притисака на полугодишту. Дајући ниске камате током целог периода доспећа, мере монетарне политике остале су акомодитивне, константно обезбеђујући значајну подршку економској активности и стварању посла. Одмичући у други квартал, неке разбуђујуће економске активности су очекиване, које би пратиле јак пораст у евро зони реалног ГДП у првом кварталу, али секундарни момент економске активности у евро зони тек је требао бити постављен на своје место. Јак први квартал 2011. год. довео је до ревизије пројекције реалног ГДП раста за 2011. год. у јуну 2011. год. макроекономске пројекције особља Евросистема су биле у распону од 1.5% и 2.3%, са непромењеним распоном за 2012. год. Горњи притисак цена добара на инфлацију остао је константан, чак и у ранијим стадијумима процеса производње. Ово се рефлектовало на следећу ревизију да следећа годишња ХИЦП инфлација у јуну 2011. год. по макроекономским пројекцијама Евросистема особља буде између 2.5% и 2.7% за 2011. год., док се распон за 2012. год. смањио у поређењу са мартом 2011. год. макроекономских пројекција особља ЕЦБ, до између 1.1% и 2.3%. М3 раст наставио је да се повећава на горе током другог квартала, и годишњи раст кредита приватном сектору такође је ојачао током овог периода, показујући да се темпо монетарне експанзије лагано опоравља. Истовремено, монетарна ликвидност остала је задовољавајућа, са потенцијалном да акомодира притиске цена у евро зони. У светлу ових догађаја, Савет је одлучио да повећа главне камате ЕЦБ за 25 основних поена на састанку 7. јула 2011. год. Даље, закључили су да су монетарне мере остале акомодитивне, услед ниских камата током читавог периода доспећа.[176]

[176] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf

8.3. Интензивирање дужничке кризе

Макроекономски услови у евро зони погоршали су се од лета 2011. год., са повећаним тензијама у тржишту обвезницама влада евро зоне у вези бриге учесника на тржишту поводом неколико фактора. Ово је укључивало изгледе глобалног раста, одрживост јавних финансија у неким земљама евро зоне и оно што је генерално перципирано као неадекватни одговор влада на дужничку кризу. Друга тржишта, приметно монетарна, такође су била погођена. Ово је имало јасан уназађујући ефекат на услове финансирања и економски сентимент, који је заједно са умереношћу динамике глобалног раста и процеса прилагођавања завршних рачуна у финансијским и нефинансијскким секторима, ослабио моментум раста у евро зони у четвртом кварталу 2011. год. и преко тога. Као последицу, очекивања реалног ГДП раста 2012. год. постепено су негативно ревизирана до јесени 2011. год. Док су макроекономске пројекције особља ЕЦБ у септембру 2011. год. и даље предвиђале годишњи реални ГДП раст у распону од 0.4% и 2.2% за 2012. год., децембарске пројекције 2011. год. запослених поставиле су раст у много мањи распон од -0.4% и 1.0%. У очима Савета постојали су значајни споредни ризици економских изгледа евро зоне по питању окружења високог ризика. Док је инфлација остала у очекиваним нивоима у другој половини 2011. год., било је очекивано да ће пасти испод 2% током 2012. год., како трошкови, плате и притисци цена у евро зони буду управљали у областима слабог евро и глобалног раста. Децембарске макроекономске пројекције у 2011. год. Евросистем запослених предвиделе су годишњу ХИЦП инфлацију у распону од 1.5% до 2.5% за 2012. год. и између 0.8% и 2.2% за 2013. год. Распон за 2012. год. био је нешто већи него у 2011. год. септембрких макроекономских пројекција особља ЕЦБ које су предвиђале инфлацију у распону од 1.2% до 2.2% за 2012. год. Ова смена на горе рефлектовала се на цене нафте у еврима и већи допринос од индиректних пореза, који су више него компензовали умањујући ефекат ниске активности. Предвиђени ризици инфлације били су избалансирани. Повећана несигурност на финансијским тржиштима такође је утицала на монетарни развој, са ослабљеним М3 растом при крају 2011. год. ово је било испраћено знацима мање повољног кредитног развоја, нарочито имајући у виду кредитирање нефинансијског приватног сектора. С обзиром да ефекти кредитних залиха могу да се манифестују са заостатком, детаљно

испитивање кредитних развоја догађаја сматрало се оправданим. Стопа монетарне и кредитне експанзије остала је умерена. Савет је одлучио да смањи главну камату ЕЦБ за 25 основних поена на састанцима 3. новембра и 8. децембра 2011. год одлуком да би се осигурали од нежељених инфлационих пројекција и у циљу одржавања циља за евро зону, у смислу држања инфлације испод или јако близу, 2% током полугодишта.

8.4. Операције монетарне политике

Вођење монетарне политике које је користио Евросистем у 2011. год. састојало се од операција на отвореном тржишту, као што су рефинансирајуће операције, (МРО), дугорочно рефинансирајуће операције (ЛТРО) и правовремене операције, као и сталне олакшице и захтеви минималних резерви. Евросистем је такође применио нестандардне мере, укључујући програм двапут, другу куповину покривених обвезница и програм сигурног тржишта. Током 2011. год. Савет је променио главну камату ЕЦБ у четири наврата. 13. априла 2011. год. камате на МРО, олакшице маргиналног кредитирања и олакшице на депозите повећане су за 25 основних поена на 1.25%, 2.00% и 0.50%. Даље повећање од 25 основних поена у свим кључним стопама ЕЦБ са ступањем на снагу 13 јула. Савет је одлучио да умањи кључне стопе ЕЦБ за 25 основних поена са пуноважношћу од 9. новембра. 14. децембра све стопе смањене су за следећих 25 основних поена, доводећи их до нивоа на коме су и почеле годину (нпр. 1.00%, 1.75% и 0.25% коначно). Ширина, поље, коридора камата одржано је на 150 основних поена (75 основних поена са обе стране фиксне стопе МРО). Имплементација монетарне политике током 2011. год. поново је иницирана напорима Евросистема у вези са тензијама неких области финансијског тржишта и усклађивања механизма процедура монетарне трансмисије. Пуно увећање и процедуре тендера фиксне стопе наставиле су са применом на МРО и ЛТРО. Као последицу, волумен остатка рефинансирајућих операција, наставио је да се повинује захтевима супротних страна, рефлектујући њихове скривене преференце ликвидности. Тражње банкарског система за ликвидношћу од Евросистема су биле релативно стабилне на нивоу од око 600 милијарди евра током прве половине 2011. год., али нагло појачане у другој половини, досежући више од трилиона до краја

године. У 2011. год., просечне дневне потребе за ликвидношћу банкарског система евро зоне износиле су 470 милијарди евра, што је 16% ниже него у 2010. год. Главни разлог смањења било је опадање аутономних фактора за 25%, на 260 милијарди у просеку. Потребе минималних резерви благо су се смањиле гледајући просек 2011. год., на 208 милијарди евра, у поређењу са 212 милијарди евра у 2010. год. Просечни месечни износ сувишних резерви у 2011. год. остао је на 2.53 милијарде евра, што је више него претходних година (1.26 милијарди евра у 2010. год. и 1.03 милијарди евра у 2009. год.). Велики део сувишне ликвидности (нпр. разлика између ликвидности од стране Евросистема и ликвидних потреба банкарског система) резултирала је приметним порастом у употреби депозитних олакшица. Просечна дневна употреба депозитних олакшица била је око 25 милијарди евра у првој половини 2011. год., и стабилно се повећавала од 87 милијарди евра 1. августа до 528 милијарди евра при крају 12. периода одржавања у 2011. год.[177]

8.5. Операције на отвореном тржишту

Евросистем тренутно користи МРО, регуларни ЛТРО, операције рефинансирања специјалне рочности са роком једног периода одржавања, додатно ЛТРО и прецизно темпираним операцијама да би држао под контролом ситуацију ликвидности на тржишту новца. Све операције које обезбеђују ликвидност морају да буду потпуно обезбеђене. МРО су регуларне операције са недељном фреквентношћу и нормално имају период доспећа у трајању једне недеље. Оне су главни инструмент за сигнализацију становишта монетарних процедура ЕЦБ. У 2011. год. свих 52 МРО биле су извршене као процедуре тендера са фиксном стопом у којима су улози били задовољавајући. Број расположивих страна повећао се на 2,319 у 2011. год., од 2,267 у 2010. год. У просеку, 190 страна учествовало је у МРО у 2011. год. Просек увећане количине односно волумена увећања у МРО био је 156 милијарди евра. (у поређењу са 133.8 милијарди евра у 2010. год.), где је просечно увећање у првој половини године било око 42% ниже него током друге половине. У 2011. год. најнижи број страна (126) у учествовању у МРО је забележен у операцији која се одиграла 7.

[177] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf

септембра, и најнижи МРО волумен (84.5 милијарди евра) је накупљен у операцији која се одиграла 6. априла. Највећи број учесника (371) забележен је 2. фебруара, док је највећи износ (291.6 милијарди евра) забележен 14. децембра. У 2011. год. дневни просек остатка волумена ликвидности увећао се у регуларним тромесечним ЛТРО, рефинансирајућим операцијама специјалне рочности и додатни ЛТРО био је 373 милијарди евра. Учешће у регуларним тромесечним ЛТРО имало је просек од 72.7 милијарди евра и остало је произвољно током 2011. год., у распону од минимума од 29.7 милијарди евра у децембру до максимума од 140.6 милијарди евра у септембру. Просечни увећани волумен у једномесечној, специјалној рочности рефинансирајуће операције био је 66.8 милијарди евра просечан број учесника био је 47. У шестомесечном ЛТРО договореном 11. августа, 114 страна учествовало је за тотални износ од 49.8 милијарди евра. Коначно, у трогодишњем, додатном ЛТРО од 22. децембра, 523 стране учествовале су у тоталном износу од 489.2 милијарди евра, који је укључивао 45.7 милијарди евра померених из 12-месечног додатног ЛТРО увећања из октобра 2011. год. Укупно 123 стране искористиле су могућност замене између операција, док је 58 одлучило да настави да позајмљује у 12-месечном ЛТРО, који је тада имао остатак дуга око11.2 милијарди евра. У прилог операцијама на отвореном тржишту коришћеним за имплементацију монетарних процедура, ЕЦБ такође може да обезбеди расположиве стране са ликвидношћу у другим валутама.[178]

8.6. Програм сигурности тржишта

Савет је одлучио у мају 2010. год. да установи Програм сигурносних мера (СМП). Циљ овог привременог програма је скретање пажње на лоше функционисање сегмената задужених тржишта одређених евро зона и повраћај адекватног механизма трансмисије монетарне политике. Програм је имплементиран од стране портфолио Евросистема менаџера који су изнели одређене куповине у одређеним зонама у дужничкој кризи на пољу осигурања тржишних интервенција. У 2011. год. укупан износ од 144.6 милијарди евра купљен је под СМП, са мноштвом куповина

[178] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf

обављеним у периоду између изјаве председавајућег ЕЦБ, а 7. августа 2011. год. у име активне имплементације СМП и на крају године. До 30. децембра 2011. год. Евросистем је купио осигурања под СМП са тоталним договореним износом од око 211.4 милијарди евра.

8.7. Други програм куповине покривених обвезница

Савет је одлучио 6 октобра 2011. год. да лансира нови програм куповине покривених обвезница, ЦБПП2. Овај програм је лансиран са циљем да олакша услове финансирања за банке и компаније и да охрабри банке да одрже и прошире кредитирање клијената. Он дозвољава Евросистему да купује расположиве евро деноминиране покривене обвезнице издате у евро зони за номинални износ од 40 милијарди евра. Програм се очекује да буде комплетно имплементиран најдаље до краја октобра 2012. год. До 30 децембра 2011. год. покривене обвезнице у износу од 3.1 милијарди евра су купљене. Савет је такође одлучио да учини ЦБПП2 портфолио расположив за исплаћивање хартија од вредности. Исплаћивање је добровољно и извођено уз помоћ олакшица које нуде депозитори централних хартија од вредности, или кроз одговарајуће трансакције поновне куповине са расположивим странама. Претходни програм куповине покривених обвезница (ЦБПП) је окончан 2010. год. Под овим програмом, номинални износ од 60 милијарди евра је купљен током периода од једне године од 1. јула 2009. год. до 30. јуна 2010. год. Од марта 2010. год. хартије од вредности под овим програмом учињене су расположивим за исплаћивање у ХОВ на захтев расположивих страна насупрот расположивом колатералу. Док је ова активност исплаћивања остала ограничена у смислу износа, сматра се корисном за правилно функционисање тржишта на коме су хартије од вредности држане под програмом у принципу расположиве за кредитирање.

8.8. Фино подешене операције

Да би апсорбовали ликвидност убризгавању кроз СМП, ЕЦБ је извршила недељне ликидноапсорбујуће фино подешене операције да сакупи једно недељне депозите нефлексибилних рочности ради прикупљања недељног износа који одговара величини СМП операција намирених претходног петка. Ове операције су изведене као тендер процедуре варијабилне стопе са максималном стопом бодовања једнаком преовлађујућој МРО стопи. Штавише, ЕЦБ је извршила овакве операције да се суочи са неравнотежом ликвидности последњег дана периода одржавања. 12 ликвидно апсорбујућих операција је извршено, са једнодневном рочношћу, као процедуре тендера са варијабилном стопом са максималним степеном улога једнаким фиксној стопи МРО. У просеку, 154 милијарди евра је апсорбовано кроз ове операције, са 136 учествујућих страна. Од 14. децембра 2011. год. фино подешене операције последњег дана периода одржавања биле су привремено прекинуте . У вези са трогодишњим ЛТРО, 141.9 милијарди евра је обезбеђено кроз једнодневне фино подешене операције које обезбеђују ликвидност које су се одиграле децембра 2011. год.

8.9. Сталне олакшице

Супротстављене стране могу да користе две расположиве олакшице на сопствену иницијативу ради одржања прекоиоћне ликвидности насупрот расположивом колатералу или ради полагања прекоиоћних депозита помоћу Евросистема. При крају 2011. год. 2,605 супростављених страна имало је приступ маргиналним олакшицама кредитирања и 2,976 њих имало је приступ депозитним олакшицама. Употреба депозитних олакшица остала је на високом нивоу, нарочито током друге половине 2011. год., са врхунцем од 452 милијарди евра 27. децембра 2011. год., што је пропраћено високом употребом, 528 милијарди евра 17. јануара 2012. год. Просечна дневна употреба депозитних олакшица била је 120 милијарди евра (у поређењу са 145.9 милијарди евра у 2010. год. и 109 милијарди евра у 2009.

год.). У 2011. год. употреба депозитних олакшица праћена је сличном шемом током сваком периода одржавања резерви: износи депозитних олакшица су умањени на почетку сваког периода, али накнадно повећани како је више и више страна испуњавало захтеве резерви. Просечан дневни регрес маргиналних олакшица кредитирања био је 2.1 милијарди евра (у поређењу са 0.62 милијарди евра у 2010. год.).

8.10. Систем минималних резерви

Кредитне институције у евро зони морају држати минималне резерве на текућим рачунима унутар Евросистема. У 2011. год., као што је случај од 1999. год., потребе минималних резерви биле су једнаке 2% резервној бази кредитних институција и износиле су 208 милијарди евра у просеку, што је било 2% ниже него у 2010. год. Док је Евросистем исплаћивао резервама стопом одговарајућом МРО стопи, систем минималних резерви није наметао порез банкарском сектору. У складу са процедурама пуног увећања примењеним у МРО у 2011. год., Савет је сматрао да систем минималних резерви не треба да буде примењен исто као што би при нормалним околностима ради управљања условима тржишта. 8. Децембра Европски Савет је одлучио да смањи рацио резерви на 1% од периода одржавања резерви почевши од 18 јануара 2012. год. ради подржавања банкарских исплата и ликвидности на тржишту евро зоне.

8.11. Расположива средства за кредитне операције

У складу са праксом централних банки широм света све кредитне операције унутар Евросистема су базиране на адекватном обезбеђењу. Концепт адекватности показује да Евросистем у великој мери заштићен од остваривања губитака у кредитним операцијама. Евросистем прихвата широк спектар средстава као залог у

свим својим кредитним операцијама. Ова функција колатералног оквира Евросистема је, заједно са чињеницом да је приступ операцијама на отвореном тржишту Евросистема одобрен великом учешћу страна, била је кључни елемент у подржавању спровођења монетарне политике у стресно време. Уграђени флексибилити његовог оперативног оквира омогућили су Евросистему да обезбеди потребну ликвидност да се позабави са лошим функционисањем тржишта новца током финансијске кризе, без страна које наилазе на колатерална ограничења. Од 1. јануара 2011. год. фиксно орочени депозити су прихваћени као расположиви колатерал у стандардном оквиру Евросистема. Међутим, ови инструменти су већ прихваћени као прихватљиви колатерал, након привременог проширења листе прихватљивих колатерала у 2008. год. Поред тога, на састанку 8. децембра 2011. год., Савет је одлучио, у вези са другим нестандардним мерама монетарне политике, да се повећа доступност колатерала. У 2011. год. просечан износ прихватљивих колатерала био је 13,2 трилиона евра, 6% мање у поређењу са 2010. год. Овај развој се односи нарочито на значајно смањење у непокривеним банкарским обвезницама, углавном због истека неких државних гаранција на несигурних банчиних обвезница, као и у обезбеђењима подржаним имовином (АБС), што се у великој мери може приписати строжем рејтингу примењеном од 1. марта 2011. год. Централне државне хартије од вредности, које су износиле 6 трилиона, чиниле су 46% од укупног расположивог колатерала, праћене непокривеним банковним обвезницама (1,9 трилиона евра, или 14%) и покривеним банкарским обвезницама (1,5 трилиона евра, или 12%). Депоновани износ нетржишних средстава достигао је 0,4 трилиона евра у 2011. год. Просечан износ обезбеђења које су изнели комитенти смањен је на 1.790 милијарди евра у 2011. год., од 2,010 милијарди у 2010. год. У исто време, просечан износ неизмиреног кредита такође је смањен, за око 137 милијарди евра у поређењу са претходном годином, делом као резултат истека једногодишње ЛТРО крајем 2010. год. Сходно томе, удео депонованих средстава обезбеђења не коришћен да покрије кредит операција монетарне политике повећан је током 2011. год., док је апсолутни износ незнатно опао. Ово указује на то да, барем на агрегатном нивоу, учесници Евросистема нису доживела недостатак колатерала. Што се тиче састава изнетог колатерала, нетржишна имовина (углавном кредитих потраживања и фиксних орочених депозита) постала је највећа компонента у 2011. год., чинећи 23% од укупног броја (у поређењу са 18% у 2010. год.). Гледајући развој у укупном расположивом колатералу, акције АБС и непокривених банкарских обвезница

смањене су. Насупрот томе, такође због суверене дужничке кризе у појединим земљама еврозоне, просечан удео централних државних обвезница незнатно је порастао са 13% у 2010. год. на 14% у 2011. год.

.

8.12. Питања менаџмента ризика у вези са кредитним операцијама

У спровођењу монетарне политике Евросистем је изложен ризику од подразумевања уговорних страна. Овај ризик је ублажен захтевањем уговорних страна да доставе одговарајућа средства обезбеђења. Међутим, у случају подразумевања уговорних страна Евросистем ће такође бити изложен кредитном, тржишном и ризику ликвидности са резолуцијом заложених средстава. Поред тога, операције које пружају ликвидност у страним валутама насупрот евро деноминираном колатералу подразумевају валутни ризик. У циљу смањења ових ризика на прихватљив ниво, Евросистем одржава висок кредитни стандард за средства прихваћена као колатерал, вреднује колатерал на дневној основи и примењује одговарајуће мере контроле ризика. Оснивање, као независне пословне области, канцеларије за управљање ризицима, заједно са континуираним радом Одбора за управљање ризицима, додатно је допринело побољшању праксе управљања ризицима у оквиру ЕЦБ и Евросистема. Као ствар разборитости, Евросистем је успоставила пригушивач од потенцијалних неуспеха који проистичу из евентуалне резолуције колатерала примљеног од предуговорених партнера. Ниво пригушивача се преиспитује на годишњем нивоу, до евентуалног одлагања примљеног колатерала иу складу са изгледима за опоравак. Уопште финансијски ризици у кредитним пословима се квантификују на Евросистем нивоу и редовно се извештавају органи одлучивања ЕЦБ. У 2011. год. ЕЦБ изнела је низ прилагођавања критеријума и ризика контроле оквира. Након одлуке Савета од 28. јула 2010. год., нови "Шишање" распоред произилази из двогодишњег разматрања контроле ризика мера Евросистема и ступа је на снагу 1. јануара 2011. Дана 18. фебруара 2011. год. Савет је одобрио рејтинг средство Coface Servicos Portugalфаце Сервицос Португала, за употребу у ЕЦАФ. Дана 31. марта 2011. год. Савет је одлучио да суспендује примену минималне оцене подобности кредитног потреба за утрживе дужничке инструменте које издаје или за које гарантује Влада Ирске. Дана 7. јула 2011. год.

Савет је одлучио да усвоји исти третман за утврђене дужничке инструменте које издаје или за које гарантује португалска влада. Одлуке су уследиле након позитивне процене економских и финансијских прилагођавања програма усвојених од стране ирских и португалских власти, по договору са Европском комисијом, у спрези са ЕЦБ и ММФ, и усвојене су на основу јаких обавеза уважених влада поводом потпуне имплементације програма. Следећа одлука Савета је објављена 16. децембра 2010. год. да обједини захтеве за информацијама кредита по кредиту АБС у оквиру колатерала Евросистема, почевши од стамбених хипотекарних хартија од вредности, ЕЦБ је објавила 29. априла 2011. год. намеру да уведе, у наредних 18 месеци, ови захтеве и за комерцијалне хипотекарне хартије од вредности и трансакцијама малих и средњих предузећа прихваћеним у оковирима колатерала Евросистема. У контексту мера за подршку кредитирања банака и активности новца на тржишту саопштених 8. децембра 2011. год., Савет је одлучио да повећа доступност колатерала: смањењем прага рејтинга два "троструко А" рејтинга на издавање одређених АБС и омогућавајући централним банкама, као привремено решење, да прихвате као колатерал додатна кредитна потраживања (кредити), који задовољавају одређене критеријуме. Укључујући Евросистем, у средствима која испуњавају услове за коришћење као колатерал у кредитним операцијама, АБС има други по реду најбољи рејтинг најмање "једних А" у хармонизованој кредитној скали Евросистема на свевременом издавању и само у основним средствима састојан или стамбене хипотеке или само кредити малих и средњих предузећа. АБС мора да испуни и све друге специфичне услове, осим оцене захтева. Осим тога, Савет је објавио своју подршку за ширу употребу кредитних потраживања као колатерал у кредитним операцијама Евросистема на основу усаглашених критеријума, заједно са циљем побољшања унутрашње кредитне способности Евросистема.[179]

[179] http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf

8.13. Девизне операције и операције са осталим централним банкама

Евросистем је у 2011. год. преузео једну интервенцију на девизном тржишту. У одговору на кретање девизног курса јена у вези са природном катастрофом у Јапану, а на захтев јапанских власти, власти Сједињених Америчких Држава, Велике Британије и Канаде, као и ЕЦБ, придружиле су се Јапану , 18. марта, у организованој интервенцији на девизним тржиштима. ЕЦБ није предузела никаква девизна пословања у валутама које учествују у ЕРМ 2. Постојећи споразум између ЕЦБ и ММФ да олакша покретање специјалних права повлачења (СДР) трансакцијама ММФ у име ЕЦБ са другим носиоцима СДР је активирана пет пута у 2011. год. Привремена линија размене ликвидности коју је ЕЦБ успоставила са системом федералних резерви у 2007. год., који је реактивиран у мају 2010. год. да се супростави затегнутости на европским тржиштима финансирања у америчким доларима, био је два пута проширен у 2011. год., последњи пут до 1. фебруара 2013. год. У тесној сарадњи са другим централним банкама, Евросистем је обезбедио финансирање у америчким доларима комитентима насупрот расположивом колатералу у операцијама које су у облику репо уговора и спроведени су као основна процедура тендер са фиксном стопом са пуним увећањем. Поред ових редовних седмодневних операција, Савет је одлучио 15. септембра 2011. год., у сарадњи са Федералним резервама, Банком Енглеске, Банком Јапана и Швајцарском националном банком, да спроведе три операције за пружање ликвидности са роком доспећа од око три месеца које покривају крај године. У 2011. год. Евросистем спроводи 50 операција са седмодневним доспећем, као и једну 14-дневну операцију на крају године и четири 84-дневне операције. У 27 операција ниједна понуда није поднета од стране учесника. Дана 30. новембра ЕЦБ, Банка Енглеске, Банка Јапана и Швајцарска национална банка одлучили су да наставе да пружају тромесечне тендере до даљњег. Ова одлука је донета у склопу координисане акције ове четири централне банке, као и Система федералних резерви и банке Канаде, да побољша способност да пружи подршку ликвидности на глобалном финансијском систему. Циљ ових акција био је да се олакша напетост на финансијским тржиштима и тиме ублаже ефекте оваквих напетости за набавку кредита становништву и привреди и тако помоћи да се унапреди економска активност. Једна од тих акција била је одлука ЕЦБ, у сарадњи са другим централним банкама, да успостави привремену мрежу реципрочних заменских линија. Ова акција омогућава Евросистема да обезбеди евре

оним централним банкама када је то потребно, као и омогућавање Евросистему да обезбеди ликвидност, онда када је потребно, у јапанским јенима, фунти, стерлинга, швајцарским франциима и канадским доларима (поред постојећих операција у америчким доларима). Успостављање привремених билатералних аранжмана размене ликвидности међу овим централним банкама је договорено као мера контигенције, тако да је ликвидност могла бити пружена у било којој од валута, уколико тржишни услови то дозвољавају. Ове линије су овлашћене до 1. фебруара 2013. год. Дана 25. августа 2011. год. Савет је одлучио, у договору са Банком Енглеске, да се продужи аранжман са заменском ликвидношћу Енглеске банке до 28. септембра 2012. год. Споразум од 17. децембра 2010. год. је одобрен до краја септембра 2011. год. Према њему, Банка Енглеске може да обезбеди, ако је потребно, до 10 милијарди фунти ЕЦБ у замену за евро. Споразум омогућава фунти стерлинга да се стави на располагање Централној банци Ирске, као меру предострожности, у циљу испуњавања било каквих привремених потреба банкарског система за ликвидношћу у тој валути. У недељи која се завршава 30. децембром 2011. год. трансакције у циљу обезбеђивања ликвидности износиле су изванредних 1,5 милијарде евра. Ове трансакције су вођене од стране ЕЦБ у вези са аранжманом ликвидности у договору са централним банкама изван евро зоне.

.

8.14. Управљање девизним резервама

Портфолио спољних резерви ЕЦБ је првобитно постављен преко трансфера девизних резерви средстава из евро зоне. Временом, састав портфолија одражавао је промене у тржишној вредности уложених средстава, као и девиза и злата пословања ЕЦБ. Основна сврха девизних резерви ЕЦБ је да обезбеди да, кад год је потребно, Евросистем располаже довољним износом ликвидних средстава за своје операције девизног пословања укључујући не-ЕУ валуте. Циљеви за управљање девизним резервама ЕЦБ су, по редоследу важности, ликвидност, сигурност и повраћај. Портфолио спољних резерви ЕЦБ се састоји од америчких долара, јапанског јена, злата и СДР. Резервама америчког долара и јапанског јена активно управља ЕЦБ и оне националне централне банке које желе да учествују у овој активности као агенти за ЕЦБ. Од јануара 2006. год. "модел специјализације валута" је у функцији

повећања ефикасности инвестиционих операција ЕЦБ. По овој шеми, свака НЦБ жели да учествује у управљању девизних резерви ЕЦБ, или групе делују заједнички НЦБ за ову намену, по правилу додељеним уделом у портфолиу америчког долара, или јапанског јена. Вредност ЕЦБ нето актива девизних резерви у текућим курсевима и тржишним ценама повећао се са 60,6 милијарди евра на крају-2010. год. на 65,6 милијарди евра на крају 2011. год., од чега 45,3 милијарди евра у страним валутама и 20,3 милијарди евра у злату и СДР. Повећање вредности портфолија девизних резерви огледало се на 8% апресијацију јапанског јена у односу на евро, заједно са позитивним доприносима из капиталних добитака и каматним приходом од активности портфолио менаџмента, међутим, овај раст је у великој мери компензује страној девизној интервенцији у марту. Примена курсева за крај 2011. год., САД долар, деноминирана средства представљала су 76% од девизних резерви, а оне деноминиране у јапански јен чиниле су 24%. Вредност злата и СДР повећане су за око 16%. Ово повећање је углавном услед апресијације злата од око 11% у 2011. год. (мерено у еврима). ЕЦБ је златне резерве повећала почетком 2011. год., када је Банка Естоније пренела свој удео злата у ЕЦБ, као део свог трансфера девизних резерви средстава у ЕЦБ. У 2011. год. списак расположивих инструмената којима се може улагати у портфолио девизних резерви био је непромењен.

8.15. Новчана маса

Крајем 2011. год. било је 14,9 милијарди новчаница било у оптицају, са укупном вредношћу од 888,6 милијарди евра. То се пореди са 14,2 милијарди новчанице, укупне вредности од 839,7 милијарди евра, на крају 2010. год. У 2011. год. годишња стопа раста новчаница од 5 , 10 и 20 евра је 3,0% у вредности смислу. Новчанице од 50 евра показују далеко највишу годишњу стопу раста, у 8,9%, а затим следе на новчанице од 100 евра на 6,4%. Потражња за новчаницама од 500 евра, које се углавном користе као продавница вредности, интензивирана у другој половини од 2011. год., а забележила годишњи раст од 4,1%, након што је прилично стабилна од почетка 2010. год. Новчаница од 50 евра је највише коришћена деноминација, 41%

од укупног броја новчаница у оптицају. У смислу вредности, новчанице од 50 и 500 еввра су имали највеће акције, на 34% свака.

Постоје докази да је значајан удео високе вредности новчанице се одржао ван еврозони. Захваљујући финансијској кризи, иностране тражње (као и домаће тражње) скок из јесени 2008. год., али је одбио благо током 2010. год., пре него што је поново пао у 2011. год. Процењује се да је 20-25% од евра новчанице у оптицају, одржавају се изван евро зоне, претежно у земљама у окружењу евро зону. Они углавном одржавају као складиште вредности, али се такође користи за трансакционе сврхе на међународном тржишту. У 2011. год. суверена дужничка криза довела до повећања повлачења новчаница у Грчкој, нарочито новчаница од 50 евра, које су највише деноминација издате преко банкомата у Грчкој. Међутим, ови обими су имали само мали утицај на укупни оптицај. У 2011. год. укупан број евро кованог новца у оптицају, повећан за 5,2% и стоји на 97,8 милијарди евра. На ниске вредности кованица од 1, 2 и 5 центи чини 61% од укупног броја кованог новца у оптицају. Крајем 2011. год. вредност кованог новца у оптицају износио је 23,1 милијарде евра, 3,6% више него на крају од 2010. год.

У 2011. год. евро зоне НЦБ су издале 34,0 милијарди новчанице у вредности од 1,1 билиона евра, док су 33,2 милијарди новчаница у вредности од 1,0 билиона, биле враћене. 34.3 милијарди новчаница су обрађени коришћењем потпуно аутоматизованом машином за обраду новчаница, која проверава новчаница за аутентичност, у циљу да одржи квалитет и интегритет новчанице у оптицају према заједничким минималним стандардима за сортирање успостављене од стране Евросистема. У том процесу, неких 5,7 милијарди новчанице су идентификоване као неподобне за оптицај и уништене. У 16,5% неподобна стопа је нешто нижа од стопе забележен у 2010. год. Принос фреквенција новчаница у оптицају смањен је и даље, пада од 2,46 на крају 2010. год. до 2.30 на крају 2011. год., што значи да је, у просеку. У великој мери, пад се може приписати високом уделу високе вредности новчаница, које се углавном користи као складиште вредности и тиме ниске фреквенције повратка. Повратак фреквенције и високе вредности новчаница биле су 0,34 за новчанице од 500 евра, 0,47 за новчанице од 200 евра и 0,73 за новчанице од 100 евра, док је принос фреквенције деноминација који се обично користи за трансакције била већа (1,73 за новчанице од 50 евра, 3,63 за новчанице од 20 евра, 4,32 за новчанице од 10 и 2,42 за 5).

Монетарна политика ЕЦБ у 2012. години

9. Одлуке монетарне политике

На основу економских и монетарних анализа, одлучено је да се кључне каматне стопе ЕЦБ задрже непромењена. Захваљујући високим ценама енергената и повећања у индиректних пореза у неким земљама евро зоне, ХИЦП стопе инфлације су повишене за неко време. У скорије време су у паду, колико је предвиђено, а очекује се да ће пасти испод 2% у 2013. год. Преко политике релевантне хоризонту, стопе инфлације требало би да остане у складу са стабилношћу цена. Основни темпо монетарне експанзије наставља да буде обуздан. Инфлациона очекивања за евро зону остају чврсто усидрена у складу са са циљем очувања испод стопе инфлације, али близу 2% у односу на средњи рок. Економска слабост у евро зони очекује се да се прошири и у наредној години. Конкретно, неопходне корекције билансних у финансијским и нефинансијским секторима и упорна неизвесност ће наставити да вага на економску активност. Касније у 2013. год. и привредне активности треба да се постепено опоравља. У циљу да се одржи поверење, неопходно је да владе додатно смањи фискалне и структурне неравнотеже и да настави са реструктуирањем финансијског сектора.

Такође одлучено је да се настави спровођење главних рефинансирања операције (ОСП), као основна процедура стопом тендер са пуном препарцијализацојим за онолико дуго колико је потребно, а најмање до краја шестог обрачунског периода од 2013. год.

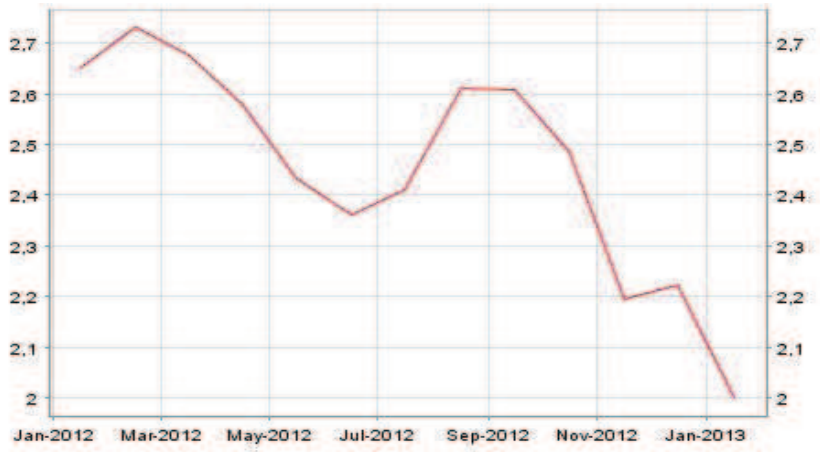
Након контракције од 0,2%, квартал на квартал, у другом кварталу 2012. год., евро зона реални БДП опао за 0,1% у трећем кварталу. Доступне статистике и анкете настављају да сигнализирају даљи слабост у активности у последњем кварталу ове године, иако су недавно неки показатељи да су стабилизовани на ниским нивоима и финансијско тржиште, поверење је додатно побољшан. У краћем року, слаба активност се очекује проширење у наредној години, што одражава негативан утицај на домаћу потрошњу. Ова процена се огледа у децембру 2012. год. Евросистема радника макроекономским пројекцијама за евро зону, која предвиђају годишњи реални раст БДП у распону од -0,6% и -0,4% у 2012. год., између -0,9% и 0,3% за 2013. год. и од 0,2% и 2,2% за 2014. год. У поређењу са септембарским 2012. год. Особља макроекономским пројекцијама, опсега за 2012. год. и 2013. год. су ревидирани наниже.

Савет наставља са ризицима за економске прогнозе за евро зони. То су углавном везане за неизвесности око решавања суверeног дуга и управљања питања у евро зони, геополитичким питањима и фискалне политике одлуке у Сједињеним Америчким Државама можда важећи сентимент дуже него што тренутно изгледа и предузео је одлагање додатног опоравак приватних инвестиција, запослености и потрошње .

Према подацима Евростата флеш процени, евро зона годишња инфлација пала је на 2,2% у новембру 2012. год., што је пад од 2,5% у октобру и од 2,6% у претходна два месеца. На основу тренутних цена фјучерса за нафту, стопе инфлације очекује се даљи пад испод 2% следеће године. Преко политике релевантне хоризонту, у окружењу слабе привредне активности у зони евра и добро усидрени дугорочних инфлаторних очекивања, у основи цена, притисци треба да остану умерени.

Ова процена се такође огледа у децембру 2012. год. Евросистема радника макроекономским пројекцијама за евро зону, која предвиђају годишњи ХИЦП инфлација од 2,5% за 2012. год., између 1,1% и 2,1% за 2013. год. и између 0,6% и 2,2% за 2014. год. У поређењу са септембарским 2012.год. Особља макроекономским пројекцијама, пројекција распон за 2013. год. је ревидиран наниже.

Слика бр. 22, Кретање инфлације у 2012. год.



[180]

[180] http://sdw.ecb.europa.eu

У процени Савета, ризици изгледима за кретање цена се сматра широко уравнотежен, са ризици који проистичу из слабије економске активности и ризика који се односе на више регулисаних цена и индиректних пореза, као и виших цена нафте.

Окретање ка монетарној анализи, основни темпо монетарне експанзије наставља да буде покорен, узимајући у обзир дешавања током неколико месеци. Недавно, годишња стопа раста М3 повећана на 3,9% у октобру, са 2,6% у септембру, док је раст М1 убрзан на 6,4% са 5,0% у истом периоду. Ови догађаји су делимично због специфичног посла доводили до повећања преконоћне депозите припадају немонетарном финансијском сектору. Истовремено, депозити из домаћинства и нефинансијске корпорације су порасли у октобру. Све у свему, више посматрања потребно је да се направи разлика између краткорочних нестабилности и више трајних фактора.

Слика бр. 23, Кретање М3 у 2012. год.



[181]

За разлику од случаја монетарних кретања, било је мало промена у кредитном расту. Годишња стопа раста кредита приватном сектору остао на -0,4% у октобру, непромењена од септембра. Али овај развој одражава додатно нето откуп у кредите не-финансијске корпорације, што је довело на годишњу стопу од пада ових кредита

[181] http://sdw.ecb.europa.eu

од -1.5%, што је пад од -1,2% у септембру. Годишњи раст МФИ кредита становништву остаје непромењена на 0,8% у октобру. Осим тога, у једном броју земаља Евро зоне, капитала ограничења, перцепције ризика и сегментација финансијских тржишта ограничавају кредитну понуду.

У циљу да се обезбеди адекватан пренос монетарне политике на финансирање условима у земљама евро зоне, неопходно је наставити јачање отпорности банака где је то потребно. Коректност билансима банака ће бити кључни фактор у омогућавању одговарајућих провизија кредита привреди и нормализацију свих финансијских канала. Одлучујући кораци за успостављање интегрисаног финансијског оквира ће помоћи да се оствари тај циљ. Један надзорни механизам (ССМ) је један од главних узданица. То је кључни корак ка поновном интегрисању у банкарском систему.

Економска анализа показује да кретање цена остаје у складу са стабилношћу цена у средњем року. Унакрсна провера са сигналима из монетарне анализе потврђује ову слику. Даље мере економске политике и напретка у реформи европских власти треба да помогне да подрже финансијски сентимент на тржишту и побољша изгледе за економски раст. У том контексту, Савет жељно ишчекује путоказ ка истинске економске и монетарне уније да се одлучи на састанку Европског савета у 13.-14. децембра 2012. год. Иницијативе за убрзање структурних реформи које ће помоћи обнови конкурентност посебно важно да оживи потенцијал раста земаља еврозоне и да се повећа запосленост. Уопштено узев, све земље у евро зони морају осигурати да њихов производ и тржиште рада поседују подешавање капацитета потребних за њихов несметан и ефикасан рад унутар монетарне уније. Наставак фискална консолидација се очекује да обнови здраву фискалну позиције, у складу са обавезама у оквиру Пакта за стабилност и раст и 2012. год. европске семестра препорукама. Значајан напредак је већ постигнут у смањењу домаће и спољне неравнотеже и побољшање конкурентности. Наставак политике акције на европским, структурним и фискалним реформама треба да узајамно јача и пошаље снажан сигнал тржиштима.

9.1. Наставак борбе за сачување Евра

Главно питање које мучи ЕЦБ је да ли она има довољно новца да може да издржи најављену операцију спашавања евра путем масовне куповине евро обвезница? Постављањем овог проблема отварају се и следећа: колика може да буде интервенција а да не подстакне инфлацију, затим, колико су спремне земље чланице евро зоне да преузму ризик и брине шта ће бити са несолвентним банкама, корпорацијама и државама?

Наставак борбе за опстанак Евра се манифетује кроз увођење Европског стабилизационог механизма (ЕСМ). Фонд ЕСМ износи 80 милијарди евра, плус 620 милијарди евра које су гаранције земаља евро зоне. Задатак фонда за помоћ је да нестабилне чланице евро зоне и нестабилне банке снадбевају капиталом, кроз повољне кредите. Ти кредити ће бити са много повољнијим условима. Земље чланице еуро зоне у фонд уплаћују 80 милијарди у готовом и 620 милијарди у облику кредитних гаранција, тај капитал ће ЕСМ искористити да на тржишту капитала продаје обвезнице, а добијеним новцем од продаје обвезница ће помогати угроженим земљама. Највећа мана ЕСМ, како наводе велики стручњаци, је ограничење буџета, мада ни једна ограничена сума новца није довољна уколико дође до непрестаног напада на обвезнице државе чланице еврозоне.

Марио Драгхи, председник ЕЦБ, намеће мишљење да ће се настојати да евро свуда буде конвертибилан под једнаким условима или ће ЕЦБ изгубити могућност да води монетарну политику. Тако да је он дошао до закључка да се дошло до стадијума да се поред борбе за земље чланица од банкротства морају борити и за опстанак ЕЦБ.

1. Основне карактеристике монетарно-кредитне и девизне политике Европске централне банке 2004-2012.

У циљу доношења валидних закључака о мерама економске политике ЕЦБ, инструментима који су коришћени, као и њиховим ефектима и резултатима деловања, полазећи од постављених хипотеза овог истраживања, приступило се сумирању карактеристика монетарно – кредитне и девизне политике ЕЦБ у читавом анализираном периоду 2004-2012. година.

1.1. Монетарни агрегат М3

На монетарну динамику (количину новца у оптицају) у Европској монетарној унији у 2004. год. су утицале две супротне снаге: на једној страни, ниске каматне стопе, а на другој страни, нормализација задуживања и инвестирања становништва евро области на основу њиховог текућег стања између 2001. год. и средине 2003. год.

У 2005. год. монетарни раст је ојачао захваљујући стимулативном ефекту ниског нивоа каматних стопа евро области. У исто време, обесхрабрујући ефекат М3 раста, што се види из слике бр 24., повезан са нормализацијом инвестиционе активности сектора становништва евро области, је изгубио темпо, нарочито у првој половини године. Све у свему, убрзање монетарног раста током 2005. год. је допринело даљем повећању монетарне масе у евро области.

Слика бр. 24, Кретање М3 агрегата у периоду од 2004. до 2012. год.



[182]

У 2006. год. монетарни раст је наставио да јача, тако да је на крају године достигао највишу годишњу стопу забележену од почетка Фазе Три ЕМУ. Снажан раст М3 је углавном опредељен ниским нивоом каматних стопа и јачањем економске активности евро области, коју је такође подржала снажна експанзија кредита приватном сектору.

Широко базиране анализе монетарних кретања показују да раст М3 може донекле да предимензионира стопу монетарне експанзије. Снажан М3 раст може бити вођен теоријским захтевима за монетарне вредности.

До кључног преокрета у монетараним кретањима дошло је са глобалном економском кризом која почиње да се испољава у 2008. години и нарочито на прелазу у 2009. годину. Монетарна експанзија је била умерена током 2008. год. Широка процена компоненти М3 је потврдила да је новчани раст био присутан, али умерен. Раст позајмица не-финансијског приватног сектора се такође умирио током године, у складу са пооштравањем финансијских услова задуживања и слабљењем економске активности.

Током 2009. год., годишња стопа раста М3 и кредита приватном сектору су ушли у негативну зону. Економска рецесија - пригушени ниво производње и

[182] http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2

трговине, као и текућа несигурност пословне перспективе, наставили су посебно да потискују наниже захтеве компанија за изворима финансирања. У извесној мери, фактори недостатка извора финансирања банака такође играју важну улогу, као што је наведено од стране аналитичара Евросистема о пласману банака у зони евра.

М3 раст је био успорен, на просечну стопу од 0,6% у 2010. год. Ово потврђује процену да је монетарна експанзија била умерена и да су инфлациони притисци на полугодишту били обуздани. Монетарна анализа коришћена као основа за анализу и процену раста количине новца и кредита знатно је побољшана током времена, а то је продубило ЕЦБ средњорочно оријентисану стратегију монетарне политике.

До новог преокрета у вођењу монетарне политике ЕЦБ дошло је током 2011., када је настављена монетарна експанзија из година пре почетка кризе, и то у циљу оживљавања привредне активности и изласка из зоне рецесије. После релативно ниског М3 раста од 1.7% у 2010. год., темпо монетарне експанзије у евро зони постепено се убрзао у прва три квартала 2011. год., постижући 2.9% у септембру 2011. год., што се може видети на слици бр. 24. Ипак, тензије финансијског тржишта и притисци на банке да прилагоде завршне рачуне, нарочито на пољу капиталних потреба, ослабили су монетарну динамику у јесен, успоравајући укупну годишњу стопу раста сводећи је на 1.5% у децембру. Профил М3 раста у 2011. год. је био под снажним утицајем међубанкарских трансакција. Можемо закључити да је монетарна експанзија била умерена током читаве године.

Годишња стопа раста М3 повећана је на 3,9% у октобру 2012. год., са 2,6% у септембру, док је раст М1 убрзан на 6,4% са 5,0% у истом периоду. Ова кретања су, делимично због специфичног посла, доводили до повећаних преконоћних депозита који припадају немонетарном финансијском сектору. Депозити домаћинстава и нефинансијских корпорација су порасли у октобру.

Све у свему, у посматраном периоду се могу издвојити три потпериода са различитим профилом монетаране политике и кретањем количине новца у оптицају, мерене монетарним агрегатом М3. У периоду до ескалације глобалне економске кризе, закључно са 2008. годином вођена је умерено експанзивна монетарна политика. Након тога закључно са 2010. годином приступило се монетарној рестрикцији, у циљу сузбијања инфлатоних притисака, да би након тога поново обновљена монетарна експанзија, у циљу превазилажења економске рецесије у Евро зони.

1.2. Инфлација

На стопу инфлације у 2004. год. су битно утицала повећања административних цена и индиректних такси, и посебно у другој половини године, повећања цена нафте. На основу свега тога, годишња ХИЦП (хармонизовани индекс потрошачких цена) инфлација у 2004. год. је остала непромењена у односу на ниво из претходне године 2.1%.

Слика бр. 25, Кретање инфлације у периоду од 2004. до 2012. год.



[183]

Дугорочна инфлациона очекивања су остала на нивоу приближном са оним који се поистовећује са стабилношћу цена. Инфлација је у 2005. год. незнатно убрзана, највише због раста цена енергената и у мањој мери због повећања административних цена и индиректних такси. Све у свему, годишња инфлација је задржана на прихватљивих 2.2% у 2005. год.

Просечна годишња стопа раста цена је достигла 2.2% у 2006. год., готово непромењена у поређењу са 2005. год, што се може видети на слици бр 25. Стопа инфлације је била нестабилна током године, и на њу су највише утицале промене цена нафте.

[183] http://sdw.ecb.europa.eu

Годишња инфлација је остала на 2.1% и у 2007. год. Инфлација је као и претходне године значајно варирала, највише под утицајем енергетских цена. При крају године, годишња инфлација је оштро порасла, знатно изнад 2%. Тај пораст је изазван највише због раста цена нафте и хране у другој половини 2007.год.

Током 2008. године настављен је тренд релативно високе инфлације забележен с краја претходне године, због ширих последица кризе и атмосфере нестабилности и јачања инфлаторних очекивања. Просечна годишња инфлација је у 2008. год., убрзана на чак 3.3%, знатно изнад нивоа којем ЕЦБ тежи дугорочно и који је највиши ниво још од увођења Евра. Инфлаторни притисци су под утицајем вођења рестритивне монетране политике ЕЦБ крајем године ипак ослабили на 1.6% у децембру.

Годишња инфлација је током 2009. године најпре опала са 1,1% у јануару на -0,7% у јулу, пре него што се поново убрзала на 0,9% у децембру. На осцилације општег раста цена доминатно су деловали фактори промене произвођачких цена и цена енергената.

Инфлаторни притисци су пригушени током 2010. год., захваљујући првенствено преокрету у монетарној политици ка монетраној рестрикцији током 2009. године, па је просечна годишња стопа инфлације износила свега 1,6%.

Као ефекат поновне монетарне експанзије у циљу изласка из зоне рецији инфлација је у 2011. години константно била на повишеном нивоу, просечно 2.7%. Што се тиче месечног профила годишње инфлације, она се постепено повећала са 2.3% у јануару до максималних 3.0% у периоду септембра и новембра, да би опала на 2.7% у децембру. Средња и дугорочна очекивања инфлације остала су учвршћена на циљаним нивоима ЕЦБ.

Према подацима Евростата годишња инфлација је пала на прихватљивих 2,2% у новембру 2012. год. На основу тренутних цена фјучерса за нафту, очекује се даљи пад испод 2% у 2013. години. Преко политике релевантне хоризонту, у окружењу слабе привредне активности у зони евра и добро усидрени дугорочних инфлаторних очекивања, у основи ценовни притисци требало би да остану умерени.

1.3. Каматне стопе

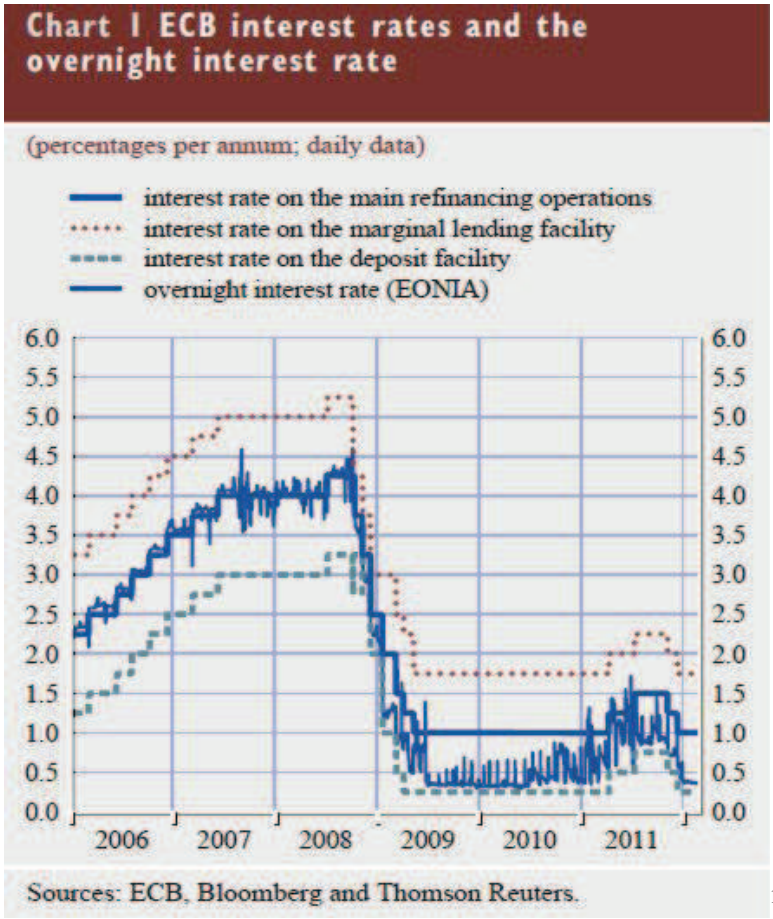
Савет ЕЦБ је одржао кључне каматне стопе непромењеним током 2004. год. на историјски ниским нивоима. Најнижа понуђена стопа ЕЦБ главних рефинансирајућих операција је задржана на 2%, док су стопе депозитних олакшица и маргиналних олакшица позајмљивања задржане на 1% и 3%.

Током 2006. год. Савет је повећао кључне каматне стопе да би утицао на сузбијање ризика јачања инфлационих притисака, који су идентификовани. Ово монетарно прилагођавање се одиграло у условима економског раста, снажне новчане и кредитне експанзије. У серији повећања Савет је подигао минималну понуђену стопу главних ре-финансирајућих операција Евросистема од 2.25% у јануару на 3.50% на крају 2006. год.

Савет је наставио да прилагођава монетарну политику, повећавајући кључне каматне стопе за укупно 50 индексних поена у марту и јуну па су минималне понуђене стопе повећане на 4.00% у јуну 2007. год.

Савет је након ескалације глобалне економске кризе приступио монетарној релаксацији кроз снижавање референетних каматних стопа. Најпре је смањио стопу на главне операције рефинансирања за 150 базних поена, на 1%, у четири корака, У мају је такође одлучио да смањи на 1,75%, остављајући каматну стопу на депозитне олакшице непромењеном нивоу од 0,25.

Слика бр. 26, Кретање каматних стопа на тржишту новца у периоду од 2004. до 2011. год.



[184]

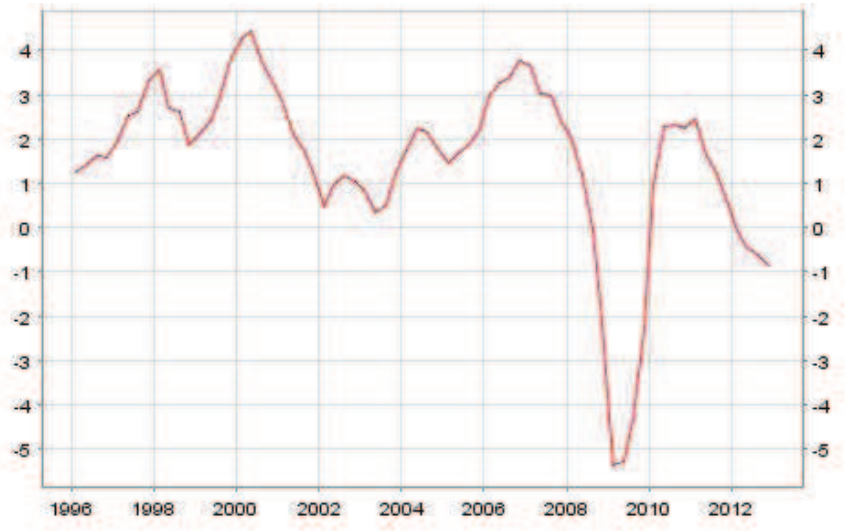
Савет ЕЦБ је анализирајући ефекте монетарне релаксације закључио да не треба мењати профил каматне политике и стога су оставили кључне каматне стопе ЕЦБ непромењене на историјски ниском нивоу постигнутом у мају 2009. год. Каматна стопа на главним рефинансирајућим пословима износила је 1,00% током 2010. год., стопа на депозитне олакшице 0,25% и стопе на маргиналној каматној олакшици 1,75%.

[184] Annual report, 2011., str 14

Током 2011. каматна политика је незнатно измењена. Да би осигурали и одржали стабилност, Савет ЕЦБ повећао је основне камате у априлу и јулу 2011. год. оба пута за 25 процентних поена.

1.4. Бруто домаћи производ БДП

Слика бр. 27, кретање БДП у периоду 2004. до 2012. год.



[185]

Реални БДП је растао, у 2004. год., у просеку, за 0.6% сваког четвртог месеца у првој половини године, што је највиша стопа забележена у евро области од прве половине 2000. год. Укупно у 2004. години БДП је повећан за 1.8% у односу на претходну годину.

Реални БДП је порастао за 1.4% у 2005. год.

С обзиром на повољан раст реланог БДП и позитивне знаке на тржишту рада, јер су трошкови зарада остали умерени током 2006. год., делом рефлектујући снажно глобално такмичење, посебно у производном сектору, на почетку 2006. год.

[185] http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.3

економски услови су били повољни. Реални БДП раст је ојачао у другој половини 2005. год.

Неповољан утицај раста цена енергената и финансијске турбуленције, нису умногоме деловали неповољно на реални раст БДП који је повећан за 2.6% у 2007. год.

Као резултат глобалне економске кризе економски услови су се погоршали нарочито у другој половини 2008. год., посебно након интензивирања тензија финансијског тржишта средином септембра, када је криза кулминирала банкротом најстарије инвестицине банке Лиман Брадерс. Финансијска криза се проширила на реалну економију много више од очекиваног. У трећем кварталу раст реалног БДП се снизио за 0.2% по тромесечју, са падом реалног БДП за додатних1.5%.

Квартална стопа раста реалног БДП у првој половини 2010. год. била је виша него што се очекивало, као резултат фискалних подстицаја и експанзивне монетарне политике, као и опоравка глобалне економске активности. У складу са очекивањима, економски раст био је умерен донекле у другој половини године, док је основни импулс еврозоне опоравка остао позитиван. Све у свему, реални БДП евро зоне порастао је за око 1,7% у 2010. год.

Пратећи реални БДП раст од 1.8% у 2010. год., економска активност је наставила да јача у 2011. год., али нешто споријим темпом.

Закључак

Централна банка – ЕЦБ

Централној банци монетарних и банкарских система припада доминантно место у организовању, усмеравању и регулисању савремених финансијских токова свих земаља света.

Централне банке имају низ функција, а међу најзначајнијим је вођење монетарне политике. Централна банка је државна институција која надгледа банкарски систем и која је одговорна за количину новца и кредита који постоје у економији као целини.

Европска унија је међувладина и наднационална унија (заједница) двадесет седам европских држава. Унија своје корене води од Европско економске заједнице основане Римским уговором 1957. год. од стране шест европских држава. Од тада се Европска заједница проширила придруживањем нових држава-чланица и стекла већу моћ. Ова заједница је оформљена под садашњим именом Уговором о Европској унији, познатим под именом Мастрихтски уговор из 1992. год.

Правна основа Европске уније су уговори између њених чланица. Они су доношени током година. Први такав уговор је Уговор из Париза 1951. год. којим је оформљена Европска заједница за угаљ и челик између шест европских земаља. Овај уговор је истекао пре доношења каснијих уговора. Са друге стране, Римски уговор из 1957. год. и даље траје.Након њега је донесен Мастрихтски уговор 1992., који је Европску унију конституисао под садашњим именом.

Од 1. јануара 2007. год. ЕУ има 27 земаља чланица. Укупна површина тих 27 земаља је 3.892.685 км². Да је јединствена земља, била би седма држава у свету по површини. Број грађана ЕУ под условима Мастрихтског споразума у 27 земаља је приближно 485,5 милиона у 2007. години. Била би дакле трећа економија по снази после Кине и Индије.

Европска унија има неколико носећих институција:

• Европски парламент

• Савет Европске уније (Савет министара)

• Европски савет

• Европска комисија

• Европски суд

• Европски финансијски суд

Постоји неколико финансијских тела:

• Европска централна банка, која заједно са националним (народним) банкама чини Европски систем централних банака;

• Европска инвестициона банка, укључујући Европски инвестициони фонд.

Европска инвестициона банка, са седиштем у Луксембургу, је основана Римским уговором из 1957. године, као аутономна институција за подршку економских политика Европске Уније, са циљем да финансира инвестиције усмерене у правцу јачања интеграционих токова у Европи.

Европска централна банка је почела да фунционише 1. јуна 1998. год. Заједно са националним централним банкама 15 земаља чланица Европске уније чинила је Европски систем централних банака, који је имао задатак да управља операцијама око увођења заједничке валуте евра и да надзире читав процес. Да би се постигао задатак одржавања ценовне стабилности, који је један од најважнијих задатака Европске централне банке, Европска централна банка не сме да дозволи спољна мешања на путу ка свом основном задатку. ЕЦБ одликује веома висок ниво независности у вођењу монетарне политике, у шта спадају: институционална, функционална, персонална и финансијска.

Монетарна политика

Монетарна политика је можда најважнија компонента макроекономске политике. Њен основни задатак је да регулише количину новца у оптицају, да одржава равнотежу између робних и новчаних фондова, да омогући несметано одвијање робног промета и стабилне економске токове. Монетарно – кредитна политика користи бројне инструменте у извршавању основне функције, регулисања потребне количине новца у привреди. Од њихове врсте, броја и ефикасности директно је зависна монетарна и економска стабилност земље, као и остваривање предвиђене стопе њеног економског раста и развоја.

Дефиниција монетарних агрегата представља једно од основних питања монетарне теорије и анализе. У вођењу монетарно – кредитне политике користе се три монетарна агрегата: новчана маса (M1), ликвидна средства (M2) и укупна ликвидна средства (M3).

Уопштено говорећи, под инструментима монетарно – кредитне политике подразумевају се средства и методе које централна банка примењује да би одржавала

масу и структуру новца и кредита на оптималном нивоу. У постављању и деловању инструмената монетарно – кредитне политике пресудну улогу имају институционални услови деловања банкарског и финансијског система у одређеној земљи, као и постављање једнобанкарског или вишебанкарског система.

Субјекти монетарно – кредитне политике су све оне институције које обављају послове креирања новца, одобравања кредита, послове са депозитима, обезбеђивање краткорочних и дугорочних средстава за потреба привреде и других сектора друштва, као и послове платног промета са иностранством. То су пословне банке и друге небанкарске финансијске институције.

Инфлација

У економској теорији 19. и почетком 20. века проблем инфлације имао је другоразредно значење. У први план се постављало питање структурних односа цена, али не и општи раст цена. Што се тиче општег раста цена, он може настати само кроз пораст новчаног оптицаја. У моделима типа опште равнотеже однос између новца и роба не изражава ништа друго осим обичне размере.

Истраживање механизма трансмисије инфлације указује на њену природу и на основни ток који је претвара у кумулативан процес с дуготрајним деловањем, уз истовремено стварање додатних фактора у том процесу, који га претварају у самоодржавајући процес општег раста цена. Због тога је тешко открити онај примарни, иницијални фактор инфлације. То указује на чињеницу да је антиинфлациона политика сложена и врло тешка, често с потпуном неизвесношћу у погледу коначних ефеката.

У настојању да се осигура избегавање негативних ефеката хиперинфлације – уводи се индексација. Индексација је процес сталног прилагођавања цена свих фактора производње стопи инфлације.

Инфлација, платни биланс и девизни курс

Инфлација у свим привредама има негативно деловање на платни биланс. Деловање инфлације на девизни курс зависи од великог броја фактора.

Стабилност цена као главни циљ монетарне политике

Стабилност цена је главни циљ монетарне политике. Инфлација не повећава стопу укупне домаће акумулације капитала. Инфлација намеће друштву губитак и то

велики губитак, који никад неће бити наплаћен. Централна банка може да регулише ниво цена робе и услуга.

Девизни систем

Девизни систем чини скуп начела и на њима заснованих законских прописа, мера и инструмената којима се регулише начин пословања девизама: девизни курс, могућности и услови стицања, држања и коришћења девиза, начин њихове међусобне замене и замене за домаћи новац и сл. Да би девизни систем могао успешно да обавља функције које су му намењене, неопходно је да се при његовој изградњи узме у обзир конкретни друштвено-економски услови у којима се дата привреда развија и промене до којих долази у међународном економском и политичком окружењу. То значи да се он мора стално прилагођавати новонасталим приликама.

Цена по којој се једна национална валута размењује за другу валуту назива се девизним курсом. Од девизног курса треба разликовати девизни (валутни) паритет, који представља званично утврђену вредност националног новца изражену у неком шире прихваћеном именитељу (деноминатору): злату, специјалним правима вучења – СДР, некој стабилнијој и важнијој националној валути и сл. У нормалним приликама девизни курс се креће око девизног паритета, као основе.

Две су основне поделе девизних курсева:

- према начину њиховог утврђивања разликују се чврсти (фиксни) и променљиви (флуктуирајући, пливајући, флексибилни) девизни курсеви и

- према томе да ли се истовремено примењује више курсева или само један, говоримо о вишеструким (диференцијалним) и јединственим девизним курсевима.

Фактори који утичу на промене девизних курсева су:

- први, најважнији: стопа инфлације у односним земљама.

- стање платног биланса је у одређеној мери последица нивоа девизног курса, као и узрок промена самог девизног курса.

- већа спољна задуженост намеће потребу депресијације националне валуте како би се кроз постицај извоза и декуражирање увоза обезбедио већи девизни прилив.

- висина каматних стопа утиче на понуду и тражњу појединих валута и на њихове девизне курсеве.

- убрзани темпо научно-технолошких прогреса, чиниће производе те земље примамљивим на светском тржишту, девизни курс ће јачати а тражња валуте ће расти.

- ојачање националне валуте може уследити и након открића и коришћења нових природних ресурса.

- на позицију националне валуте брзо ће видети учинак и примена мера монетане политике.

- лоша политичка ситуација у земљи, па чак и у региону може утицати на кретање девитних курсева. Конвертибилност значи заменљивост, а у монетарној теорији се употребљава у смислу могућности замене новца за злато или за неку другу чврсту валуту.

Осврт на полазне хипотезе

Као што се у првој изведеној хипотези каже задатак ЕЦБ је да инфлација буде контролисан на нивоу до 2%, ЕЦБ је вођењем адекватне монетарне политике настојала да дође до тог свог циља и тако смири удар светске економске кризе и очува стабилност. Доказ да је потврђена хипотеза, тј., да инфлација буде испод 2% је чињеница да је ЕЦБ успевала да инфлацију држи генерално око 2% у дужем временском периоду. Ексцеси када је инфлација бивала изнад циљане од 2% били су релативно краткотрајни, 3,3% забележена инфлација у 2008. години, нешто више током 2009. године. Након тих епизода инфлација се смиривала и враћала у свој циљани оквир.

Друга изведена хипотеза, да је монетарни агрегат М3 ефикасан интермедијарни циљ у спровођењу монетране политике такође је доказана. ЕЦБ је успевала да редовним праћењем овог монетарног агрегата утврди каква је ситуација у погледу потребне количине новца у оптицају и да адекватно определи корективне мере монетарног регулисања у највећем делу анализираног периода. Кроз период до ескалације глобалне економске кризе, закључно са 2008. год. вођена је умерено експанзивна монетарна политика. Након тога закључно са 2010. год. прешло се монетарној рестрикцији, у циљу сузбијања инфлационих притисака, да би се након тог периода поновно обновила монетарна експанзија, у циљу превазилажења економске рецесије у евро зони.

Трећа изведена хипотеза да је вођење адекватне политике референетних каматних стопа ефикасна полуга монетарног регулисања такође је доказана.

Анализом профила монетарне политике и њених основних инструмента, укључујући и каматне стопе, с једне стране, и анализом постигнутих резултата у остваривању постављеног циља - стабилности цена потврђено је да регулисање висине референтне каматне стопе држи инфлацију у жељеном оквиру испод 2% .

Основна полазна хипотеза да је дефинисањем и спровођењем адекватне монетарне политике ЕЦБ била успешна у остваривању задатог циља - држања инфлације под контролом до 2% годишњег раста, такође је потврђена. Како је динамичком анализом монетарне политике и остварених резултата по годинама у дисертацији демонстрирано ЕЦБ је водила адекватну монетарну политику, што је резултирало успешним остваривањем циља у највећем делу анализираног периода.

Монетарна политика ЕЦБ

Ранији знаци слабости глобалног финансијског тржишта су и 2004. год. били присутни, због ризика повећања дугорочних каматних стопа. У банкарском сектору евро области, велике банке су ојачале тренд започет у 2003. год., настављајући да показују знаке побољшане профитабилности. Главни извори побољшања у 2004. год. су били смањене цене и смањене провизије губитака на позајмицама. Да би подржале профитабилност, контрола трошкова је била приоритет банкама.

Отпорност финансијског система евро области је кроз 2005. год. ојачала. Финансијске институције су имале користи од ширења глобалне економске активности, која је наставила веома брзим темпом и поред даљег раста цена нафте, и имале су користи и од настављеног побољшања балансних папира великих фирми евро области. У оваквом окружењу, профитабилност банака евро области се даље побољшала као и профитабилност осигуравајућих компанија. Међутим, гледајући унапред, финансијске институције су се суочиле са неким ризицима који на пример долазе из могућности од наглог пада због глобалне неравнотеже, рањивости код исправки цена код неких фиксних доходака и кредитних тржишта, и могућности додатног раста цена нафте. Главни извори повећане профитабилности у 2005. год. су били смањене провизије, уздржани раст код позајмица домаћем сектору (углавном за куповине некретнина), и опоравак позајмљивања корпоративном сектору. Снижавање трошкова, које је допринело профитабилности банака у 2004. год., је ослабило у 2005. год.

Упркос ребалансирању шаблона интернационалног раста и скоријих опадања цена нафте, велике глобалне финансијске неравнотеже су и у 2006. год. и даље

остале извор ризика, чак, потенцијали за неповољне промене кредитног циклуса су се можда и повећали. У исто време, изложеност банака евро области кредитним ризицима је порасла након повећања позајмљивања банака, иако су банке користиле продукте трансфера кредитних ризика да би се заштитиле од ризика. Висока профитабилност је била углавном вођена снажним порастом позајмица, нарочито код домаћинстава и не-финансијског корпоративног сектора, иако је раст каматног дохотка остао смањен највише због ограничених каматних стопа. Рате и комисиони доходак као и тржишни приходи су такође утицали на раст дохотка.

ЕЦБ и криза

Глобална економска криза и криза интернационалних финансијских тржишта у другој половини 2007. год. је отворила многа питања која се тичу финансијске стабилности евро области. Упркос кризи, финансијски систем евро области је остао здрав и отпоран у 2007. год. Пре почетка кризе тржишта, финансијски систем евро области је био у доброј финансијској позицији, као резултат снажне профитабилности банкарског сектора током претходних неколико година. Ово је банкарском систему обезбедило солидну заштиту од ризика. Побољшање профитабилности великих банака евро области у 2007. год. је вођено углавном снажним растом не-каматног дохотка. На ту профитабилност је такође утицао и наставак ниских наплата слабијих позајмица.

У 2008. год., тензије и проблеми финансијског система евро области су се повећале. Током године, пословне банке евро области су искусиле пад тржишне капиталције услед пада цена акција, опадање позајмица и повећане кредитне трошкове. Како је несигурност око глобалних економских изгледа расла, тако се и аверзија према ризику повећала међу учесницима финансијског тржишта. Ликвидност кредитног тржишта је погоршана а расположивост фондова је опала током године, док су тржишта осигурања успорила активност. У оваквом окружењу, инвеститори и кредитори су почели да губе поверење у могућности неких финансијских компанија у испуњавању њихових обавеза. Због овога су се многе кључне финансијске фирме сусреле са изазовима у приступању фондовима и капиталним тржиштима. Неке од највећих финансијских институција су искусиле пад цене својих акција. Овакав развој је навео неке интернационалне институције да потраже додатну подршку од владе. Међутим, за неке интернационалне финансијске институције банкрот није могао да се избегне. Банке евро области у почетку су се

суочиле са финансијском кризом са њиховим позицијом финансијске стабилности генерално изнад минималних потреба након неколико година снажне профитабилности. Иако су неке велике банке биле погођене падовима вредности који су били упорни више од године, оне су изгледа биле отпорне на неповољне развоје све док се ситуација није драстично погоршала у септембру 2008. год.

Савет ЕЦБ је усвојио додатне нестандардне мере у 2009. год., чиме се суочио са дисфункционалним тржиштима новца и олакшавањем преноса нижих кључних каматних стопа ЕЦБ на тржиште новца и стопе кредитирања банака. Очекивало се за узврат да подстакне услове финансирања са више подршке и ток кредита за домаћинства и предузећа. Ове мере отишле су даље од онога што се може постићи кроз смањење кључних каматних стопа ЕЦБ. Овај приступ је такође узео у обзир да главну улогу у евро зони у пружању финансијских средстава за реалну економију играју банке. Као резултат тога, услови финансирања знатно су се поправили, што се огледа нарочито у смањењу тензија тржишта новца. Све нестандардне мере усвојене од стране Савета су привремене природе и дизајниране да одржи стабилност цена на средњи рок, како директно тако и индиректно, тако што су инфлациона очекивања остала чврсто усидрена у складу са стабилношћу цена.

Монетарна политика 2010. год. ради у окружењу које карактерише економски опоравак у зони евра, с једне стране, и упорности тензија на финансијским тржиштима на друге. Опоравак у реалној економији током 2010. год. испоставио се као нешто јачи него што се очекивало. Јаке финансијске тензије поново су се појавиле у мају. Ови догађаји могу се тумачити као резултат растуће забринутости тржишта у погледу одрживости јавних финансија, посебно у Грчкој, са јасним знацима утицаја на друге у евро зони државних обвезница тржишта.

Европска централна банка константно је пружала у 2011. год. чврст и поуздан ослонац. Ову тврдњу доказује чињеница да је очекивана средња до дугорочна инфлација остала чврсто стабилизована близу, али ипак испод 2%. Током 2011. год. општи раст цена је био под директним утицајем повећања цена енергената и добара што је довело до директног раста инфлације.

Пакет мера најављен и усвојен од стране савета и високих државника евро зоне односио се на неколико кључних области, са циљем повраћаја финансијске стабилности евра. Централни елементи пакета укључили су нови пакет фискалних мера и јачање алата за стабилизацију евро зоне, укључујући ефикаснију европску

финансијску стабилност, бржу имплементацију механизма европске стабилности и мере циљано усмерене на изазове са којима се носи Грчка.

Тензије тржишта обвезница владе које су смањене Грчкој, Ирској и Португалу, проширили су се на Италију и Шпанију, а онда и на друге земље евро зоне. Овај развој догађаја рефлектовао се и на друге ствари као што су питање финансијске самоодрживости посебно имајући у виду одређене земље евро зоне, бриге по питању глобалних економских изгледа, несигурност по питању моделитета европске финансијске подршке земљама најугроженијим чланицама евро зоне погођеним дужничком кризом, укључујући могућност укључивања приватног сектора.

Анализа општих привредних и монетарних токова за 2012. год. показује да инфлација остаје на нивоу прихватљивом и усклађеном са дугорочно постављеним циљем. Унакрсно провера са сигналима из монетарне анализе потврђује ову слику. Даље мере економске политике и напретка у реформи европских власти треба да помогну да се подржи финансијски сентимент на тржишту и побољшају изгледи за економски раст.

Анализирајући монетарну и девизну политику ЕЦБ у читавом анализираном периоду од 2004. год. до 2012. год., користећи метод индукције, прегледом године по годину дошли смо и до скупног резултата, тј., дошли смо до оцене рада Европске централне банке. Дошли смо до закључка да је Европска централна банка из године у годину остваривала своје циљева монетарне и девизне политике. Притисци глобалне финансијске кризе на рад Европске централне банке од великог су значаја и Европска централна банка се бори и мора учинити све што је у њеној моћи да ову битку добије и да настави испуњавати своје задатке и циљеве да би оправдала своју постојаност. До добрих резултата и велике борбе са кризом Европска централна банка стизала је својим програмом и мерама које је предузимала.

Криза је ујединила многе земље у Европи, како би заједничким силама победили и из кризе изашли још јачи. Докапитализација банака је прва мера коју је предузела ЕЦБ, да би повећала поверење у финансијско тржиште и тиме омогућила несметано функционисање кредитног механизма и самим тим би поново покренула привреду. Уз сагласност ФЕД-а и банке Енглеске ЕЦБ смањује референтне каматне стопе. Планови за борбу против кризе су различити за свако земљу посебно, у зависности колико је та земља погођена кризом.

Користећи синтетичку методу, дошли смо до закључка да је: повећање ликвидности, повећање осигураних депозита, снижавање каматних стопа, докапитализација банака, социјална помоћ, кредити предузећима, пореске олакшице, улагање у инфраструктуру и образовање, гаранције обавеза, откуп проблематичне имовине, инвестирање у инфраструктуру, подршка за незапослене и сиромашна домаћинства идр мере добар пут ка смиривању утицаја светске економске кризе али још увек не и да је потпуно савладају.

ЕЦБ је доказала да може да се бори са кризом и да може да испуни дугорочни стабилизациони циљ држања општег раста цена на нивоу до 2%, што је знак високог степена кредибилитета монетарне политике.

Главно питање које мучи ЕЦБ је да ли она има довољно новца да може да издржи најављене операције спашавања евра путем масовне куповине евро обвезница? Постављањем овог проблема отварају се и следећа: колика може да буде интервенција а да не подстакне инфлацију, затим, колико су спремне земље чланице еврозоне да преузму ризик и брину шта ће бити са несолвентним банкама, корпорацијама и државама?

Марио Драги, председник ЕЦБ, намеће мишљење да ће се настојати да евро свуда буде конвертибилан под једнаким условима или ће ЕЦБ изгубити могућност да води монетарну политику. Тако да је он дошао до закључка да се дошло до стадијума да се поред борбе за земље чланица од банкротства морају борити и за опстанак ЕЦБ. Док Немачка и водеће финансијске земље не схвате, да прилоком помоћи Грчкој, Шпанији и сличним земљама које губе битку са глобалном финансијском кризом, кроз њих помажу и само себи тешко је бити оптимиста.

Литература

1. Аврамовић Н., Право европске уније, Привредна академија, Нови Сад, 2009.
2. Бараћ С., Стакић Б., Иваниш М. – Јавне финасије, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд 2004.
3. Бараћ С., Стакић Б., Иваниш М. - Практикум за банкарство и финансије, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд 2003.
4. Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш М., Практикум за банкарско пословање, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Универзитет Сингидунум, Београд 2007.
5. Бараћ С., Хаџић М., Стакић Б., Иваниш М. – Организација банкарства, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд 2005.
6. Бараћ С., Хаџић М., Стакић Б., Иваниш М. – Пословно банкарство, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд 2005.
7. Барјактаровић Л., Монетарно-кредитни и девизни систем, Универзитет Сингидунум, 2010.
8. Barro R., Grilli V., European Macroeconomics, The Macmillan Press LTD, England, 1994.
9. Begg D., Fischern S., Dornbusch R., Economics third edition, Mc Graw-Hill Book Company Limited, England, 1991.
10. Bernholz, P. " The Bundesbank and the Process of European Monetary Integration", Chapter XV. In Fifty Years of the Deuche Mark, ed. By Deuche Bundesbank, Oxford University Press, 1999.
11. Blinder, A, C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton and C. Wyplosz, How Do Central Banks Talk, Geneva Reports on the World Economy, 3., 2005.
12. Величковић Ј., Младеновић В., Банкарство и банкарско пословање, Висока пословна школа струковних студија, Блаце, 2011.
13. Grauwe, P. Economics of monetary union, sixth editio, Oxford, New York, 2005.
14. Guida D., Economia, Universita ca Fobcali Venezia, Italija, 2002.
15. Драгишић Д., Илић Б., Медојевић Б., Павловић М., Основи економије, Економски факултет, Београд, 2008.
16. Dornbusch R., Fischer S., Startz R., Macroeconomics, A Division of the Mc Graw-Hill companies, USA, 2001.

17. Dyker D., The national economies of Europe, Longman group UK limited, USA
18. Ђукић Ђ., Бјелица В., Ристић Ж., Банкарство, Економски факултет у Београду, Београд 2004.
19. Ерић Д., Финансијска тржишта и инструменти, Београдска пословна школа, Београд, 2003.
20. Живковић А., Анализа ефективности монетарне политике у Југославији, Економски факултет, Београд, 1993, 1995.
21. Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005.
22. Живковић А., Кожетинац, Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005.
23. Живковић А., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 1998.
24. Јакшић М., Основи макроекономије, Економски факултет, Београд, 2007.
25. Јанићијевић М., - Европска монетарна унија, Евро на Европској и Светској сцени, Правни факултет, Факултет политичих наука, Институт економских наука, Београд, 1998.
26. Једњак Ј., Економија Европске Уније, Београдска пословна школа, Београд, 2011.
27. Јеремић Љ. Основи финансија, Универзитет Сингидунум, Београд, 2006.
28. Јовановић Гавриловић П., Међународно пословно финансирање, Економски факултет, Београд, 2008.
29. Јовановић М., Рибаћ С., Монетарне и јавне финансије, Висока пословна школа струковних студија, Блаце, 2008.
30. Капор В., Царић С., Уговори робног промета, Центар за привредни Consulting, Нови Сад 2000.
31. Комазец С., Монетарна економија и банкарство, Виша пословна школа, Београд, 2001.
32. Лопандић Д., Јањевић М., Уговор о Европској Унији, Правни факултет, Факултет политичих наука, Институт економских наука, Београд, 1995.
33. Лопандић Д., Оснивачки уговори Европске Уније, Правни факултет, Факултет политичих наука, Институт економских наука, Београд, 2003.
34. Лопандић Д., Уговор о Европскј Уније, Правни факултет, Факултет политичих наука, Институт економских наука, Београд, 1999.

35. Molle W. The Economics of European Integration , Dartmound Publishing Company Limited, England, 1990.
36. Марковић М., Симић Р., Пословно банкарство и електронско пословање, БПШ, Београд, 2004.
37. Марковић М., Симић Р., Тодоровић М., Информациони системи у банкарству, ВПШ, Блаце, 2001.
38. Миљковић Д., Међународне финансије, Економски факултет, Београд, 2007.
39. McConnell C., Brue S., Economics, McGraw-Hill, USA, 2002.
40. Mishkin, Монетарна економија, банкарство и финансијко тржиште, Дата статус, Београд, 2006.
41. Остојић С., Основи монетарне економије, Економски факултет Суботица, Београд, 2009.
42. Ристић Ж., Комазец С., Глобални финансијски менаџмент, Чигоја, Београд 1998.
43. Ritter L., Silber W., Udell G., Money, banking & financial markets, Boston, 2009.
44. Ritter S., Silber W., Udell G., Money, Banking & Financial Markets, Boston, 2009.
45. Rose P., Hudgins S., Банкарски менаџмент и финансијске услуге, Дата статус, Београд 2005.
46. Rose P., Money and Capital markets, McGraw-Hill, USA, 2003.
47. Rose S. P., Hudgins C. S., Банкарски менаџмент и финансијске услуге, Дата статус, Београд, 2005.
48. Стакић Б., Бараћ С., Међународне финансије, Универзитет Сингидунум, Београд, 2010.
49. Samuelson P., Nordhaus W., Macroeconomics, A Division of the Mc Graw-Hill companies, USA, 2001.
50. Ћировић М., Монетарна економија, European Centra for Peace and Development University for Peace, Београд, 1987
51. Ћировић М., Монетарно – кредитни систем, Савремена администрација, Београд, 1976.
52. Унковић М., Међународна економија, Универзитет Сингидунум, Београд, 2010.
53. Хаџић М., Банкарство, Универзитет Сингидунум, Београд 2008.
54. Хаџић М., Банкарство, Универзитет Сингидунум, Београд 2009.
55. Cohn T., Fraser S., Global polical economy, Theory and practice, New York, 2003.
56. Cohn T., Global political Economy, Longman publishers, USA, 2002.

Часописи

1. Др М. Ћировић и др Милан Шојић, Есконтна стопа и монетарне регулација, Финансије, бр. 1-2, 1993, стр. 52-61.

2. Звездановић Ј., Звездановић М., Стратегија и циљеви монетарне политике Европске централне банке, Сингидунум ревија

3. Стакић, Б., Светска финансисјка криза, Сингидунум ревија, 2009.

4. www.time.com/time

5. www.makroekonomija.org

Преглед сајтова:

www.ecb.int

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005en.pdf

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en.pdf

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en.pdf

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf

www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf

www.euroactiv.com

www.aldeparty.eu

www.bundesbank.de

www.ebf-fbe.eu

www.e-trgovina.co.rs

www.nbs.rs

www.banke.online.co.rs

www.ekonomist.co.rs

www.24x7.co.rs

www.mojaevropa.rs

www.poslovnimagazin.rs

www.mfin.sr.gov.rs

www.finnet.co.rs

www.worldbank.org