

УНИВЕРЗИТЕТ СИНГИДУНУМ
БЕОГРАД
ДЕПАРТМАН ПОСЛЕДИПЛОМСКИХ СТУДИЈА

МАГИСТАРСКИ РАД

Монетарна политика Народне банке Србије

МЕНТОР

Проф. др Миролjub Хаџић

КАНДИДАТ

Владимир Т. Младеновић

31/05

БЕОГРАД, 2008.година

1. УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Прве банке у Европи биле су места за чување предмета од вредности, као што су злато и сребро, пошто су појединци страховали за своју имовину због ратова, крађа и експропријације од стране државе. Трговци који су преносили робу преко мора сматрали су да је сигурније да оставе своју зараду у злату и сребру у најближој банци, а не да ризикују губитак због могућих пиратских напада или морских олуја.

Банке имају водећу улогу у пружању финансијских услуга. Њима се обраћамо када нам је потребан зајам за куповину нових кола, стипендија за школовање или обуку, финансијски савет о томе како да уложимо своју штедњу, кредит да започнемо нови посао, сеф за чување важних докумената, текући рачуни за куповину роба и услуга, или кредитна и дебитна картица, тако да можемо да пратимо када и где трошимо свој новац.

Банкарство је делатност у сталном процесу промене. За банкарство се не може рећи да је нешто посебно, већ пре нешто, што стално постаје нешто ново – нуди нове услуге, врши спајања и консолидацију у много веће и свеобухватније послове које више није лако препознати као искључиво банкарске, усваја нове технологије, које се мењају брже него што већина нас може да прати, и суочава се са низом правила која се мењају, док све више и више нација сарађује са циљем да се регулишу и контролишу банке и друге финансијске институције које служе својим грађанима.

Тема магистарске тезе "Монетарна политика Народне банке Србије" 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 економији као целини. Централна банка је банка банака, тј. банка државе. Њој припада водеће место у банкарским системима свих земаља света. Основни задатак централне банке као специфичне државне институције је одржавање монетарне стабилности. Централна банка Републике Србије је Народна банка Србије. Она је самостална и независна институција која је за свој рад одговорна Народној скупштини Републике Србије. Основни задатак Народне банке Србије је постизање и одржавање стабилности цена, као и очување финансијске стабилности.

Главни задатак централне банке је регулисање монетарне политике, кроз рад ће се размотрити монетарна политика, како монетарна политика уопштено, тако и монетарна политика Народне банке Србије. 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.

У овом раду у првој глави указаће се на улогу централне банке у финансијском ситему земље и моделе њене организације. То ћемо размотрити кроз подглавља о монетарној суверености централне банке, основне функције централне банке, моделе организације, као и кроз део о централним банкама појединих земаља.

У другој глави размотриће се оснивање, функције и органе Народне банке Србије. Разматрање ће се вршити кроз поглавља о оснивању централне банке, затим кроз функције и на крају ће бити речи о органима Народне банке Србије.

Трећа глава је посвећена Утврђивању и спровођењу монетарне политике. Трећа глава размотриће се кроз делове о монетарно кредитној политици, затим о монетарним агрегатима, кроз инструменте и субјекте монетарне политике.

У четвртој глави магистраског рада биће приказана инфлација, кроз њене теорије и кроз ефекте монетарне политике на инфлацију..

Назив главе пет сам по себи говори о њеном садржају, Анализа монетарне политике Народне банке Србије. Анализиранеће се посебно 2003., 2004., 2005., 2006. и 2007. година, кроз кретање монетарних агрегата, новчане масе, кроз планове монетарне политике Народне банке Србије и њене ефекте.

2. ЦИЉЕВИ И ЗАДАЦИ ИСТРАЖИВАЊА

Научни циљ:

Научни циљ овог рада је да, на основу досадашњег пословања Народне банке Србије анализира успех и кретање монетарне политике последњих година.

Друштвени циљ:

Друштвени циљ овога рада је да користи практичним потребама, односно да у наредном периоду избори место у научном наставном плану и програму као

оправдан научно истраживачки рад. Сматрам да ће овај рад користити не само као научни основ, него у практичном смислу да буде примењен као позитиван пример монетарне политике Народне банке Србије.

3. Хипотезе

Хипотетички оквир истраживања садржи се из следећих ставки:

Основна хипотеза: искуство земаља у транзицији показало је да је профил монетарне политике током периода транзиције опредељен циљем сузбијања инфлације.

Изведена хипотеза:

- 1) Антиинфлациони профил монетарне политике подразумева њен рестриктиван карактер.
- 2) Промена у инструментима вођења монетарне политике имала је за циљ побољшање ефикасности монетарне политике.

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 ни једном методолошком поступку не даје искључива предност, него су подједнако заступљени, односно онолико колико истраживач има потребу и осећај за применом било које од наведених метода.

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

Анализе ће бити остварене на два нивоа:

- На нивоу изворних података Народне банке Србије,
- На основу секундарне анализе резултата ранијих истраживања и адекватне литературе.

Очекивани допринос:

Од овог рада очекује се да се на основу добијених закључака испуне циљеви изнети на почетку рада. Очекује се и допринос у информисању о квалитету и успешности монетарне политике предходних година Народне банке Србије.

I ГЛАВА

Улога централна банке у финансијском ситему земље и модели њене организације

1. Монетарна сувереност централне банке

Централна банка је специфична монетарна институција по свом положају у банкарском, кредитном и монетарном систему посебно привилегована банка. Често се због свога специфичног положаја у пирамиди банкарског система зове “банка-банака”.¹

Централној банци монетарних и банкарских система припада доминантно место у организовању, усмеравању и регулисању савремених финансијских токова свих земаља света. Централна банка се среће и под називом новчана или емисиона банка. Настала је из такозваних привилегованих банака, које су имале могућност да емитују новчанице. Онога момента када је у свакој земљи остала само по једна таква институција говори се о централној банци. Основно правило је да свака земља има једну централну банку и да она не успоставља директне монетарне и кредитне односе са небанкарским сектором, изузев државом.

Прва Централна банка основана је 1668. године у Шведској, затим 1694. године емисиона банка Енглеске, Bank of England. Сем ретких изузетака, у 19. и 20. веку готово све земље у свету имају јасно конституисану Централну банку.²

У време када су осниване прве банке за које је држава јемчила, намера није била да се те банке баве функцијама једне савремене централне банке: регулисањем и финансијском подршком укупном банкарском систему земље. Иницијални подстицај био је много једноставнији и сводио се, углавном, на користи (финансијске или политичке природе) које је држава могла да извуче из покровитељства над изабраном банком, без обзира на то да ли је та банка пре тога била у државној или приватној својини. Повлашћеној банци (што је било и законски санкционисано) обично је пружана монополска предност у издавању новчаница на одређеним подручјима земље или је чак таква банка проглашавана за једину

¹ Комазец С., Монетарна економија и банкарство, Виша пословна школа, Београд, 2001., стр. 376

² Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 48.

акционарску банку у земљи којој је било дозвољено да издаје новац. Стављање под окриље једне институције послова издавања новчаница, односно чувања и газдовања резервама резервама злата, имала је не само повољне консеквенце са гледишта функционисања укупне привреде, него је истовремено омогућавало држави да учествује у профитима од емитовања новца и да оствари свој непосредни утицај у контроли укупних резерви земље.

1.1. Централна банка као "банка банака"

Анализа која следи ослања се на поједностављење претпоставке. Уколико клијент једне банке изда чек у корист дугог клијента исте банке, заједнички банкар само смањује рачун онога који плаћа, а повећава рачун ономе коме се плаћа. Није дошло до промене укупног нивоа депозита, нити до промене у укупној пасиви посматране банке. Није дошло ни до промене у структури средстава банке. Уколико клијент банке А испуни чек у корист клијента банке Б, тада ће банка А смањити рачун свога клијента, смањујући тако укупне депозите и пасиву банке А. С друге стране, доћи ће до повећања рачуна клијента банке Б, чиме ће се повећати њени укупни депозити и пасива. Под претпоставком да ће банка Б захтевати еквивалентну суму готовине од банке А, што не би било неочекивано, јер клијент банке А преноси новац клијенту банке Б, онда ће се готовина и средства банке А смањити за суму на коју је написан чек, уз истовремено повећање средстава банке Б.

Наведени поједностављени случај претпоставља да ће сва плаћања чеком клијената једне банке клијентима друге банке укључивати премештање готовине између две респективне банке. Уколико би се то променило у пракси, то би значило да се премешта готовина двеју банака неколико пута у току дана, и то приближно истих сума у оба правца. Очигледно је да је рационалније да свака банка само бележи колико треба да плати другој банци, као и да прими од ње у току дана или у неком другом периоду и да се изврши коначан обрачун на крају периода једним јединим трансфером. Оправдање за овакав поступак се може наћи у чињеници да сума која се фактички премешта може бити веома мала у поређењу са сумом чекова. На пример, ако клијент банке А изда чек на 1.000 динара клијенту банке Б, а клијент банке Б изда чек на 950 динара клијенту банке А, дужничко – поверилачки однос ће

се ликвидирати трансфером готовине од 50 динара од банке А до банке Б на крају периода. Ради се о временском клирингу који се регулише нето трансфером готовине.

У прошлости су банке ослобађале једна другу од дугова трансфером банкнота које су издавале најпре неколико привилегованих банака, да би то најзад прешло у искључиву надлежност централних банака. Временом су банке схватиле да је физичко премештање ових банкнота било нерационално, јер је изискивало транспортне трошкове и трошкове осигурања од ризика. Због тога су банке прихватиле да отворе своје рачуне код једне банке, што би омогућило да банка Б, ако дугује новац банци А, могла једноставно да изда чек којим би смањила свој депозит у овој "банци банака", уз истовремено повећање депозита банке А у истој банци.

С обзиром да су дугови намиривани у банкнотама централне банке, није изненађујуће да када су банке одлучиле да отворе рачуне у једној изабраној банци, да је изабрана банка била централна банка. Банке које припадају овом обрачунском систему су познате као клириншке банке, а њихови депозити у централној банци су део активе у њиховом књиговодственом билансу. Ако клијенти банке А приме више новца од комитената банке Б, него што њима плате, банка А ће желети да им банка Б да новац, а централна банка ће решити проблем тако што ће повезати депозит банке А, уз смањење депозита банке Б. С обзиром да централне банке имају и своје непосредне клијенте (државу), поставља се питање шта ће се десити када клијенти банке А добију више новца од комитената саме централне банке, него што ти клијенти добију од њих? У овом случају банка А ће желети да добије новац од централне банке, а централна банка ће одговорити тако што ће повећати постојећу суму на депозиту банке А. Супротно од тога, централна банка ће смањити количину депозита банке А у данима када клијенти банке А плаћају више клијентима централне банке, него што од њих примају.

Поједностављени биланс централне банке је сличан билансу било које друге банке, тако што се пасива састоји од депозита њених непосредних комитената и клириншких банака, док се њена актива састоји од разумне суме готовине и зајмова. Основна разлика у односу на друге банке је у томе што је разумна сума готовине веома мала. Наиме, већина банака мора да држи готовину у износу од неколико процената од укупних депозита или пасиве, тако да могу да брзо одговоре било којој изненадној повећаној потражњи готовине од њихових депонената. За разлику од њих, централна банка би могла брзо да одговори таквим жељама њених комитената

без држања великих резерви банкнота из једноставног разлога што може штампати нове банкноте, колико жели и када је то потребно. То значи да технички не постоји ограничење у емисији новца од стране централне банке, било у облику готовине или депозита. Међутим, постоји економско ограничење у смислу да је централна банка монетарна институција која квантифицира и динамизира количину новца у функцији очувања финансијске стабилности система и очувања вредности националне валуте. Тиме је фактички ограничена теоријски неограничена моћ централне банке да емитије новац.

1.2. Самосталност централне банке

Једно до основних питања положаја и улоге централне банке јесте степен њене стварне и институционалне самосталности у односу на извршну власт. Централна банка у начелу треба да буде довољно самостална и независна да може успешно самостално спроводити основне смернице монетарне политике.

Централна банка је у извршавању својих обавеза независна од владе, али је истовремено обавезна да сарађује са владом при утврђивању основних циљева макроекономске политике. У различитим државама степен стварне самосталности централне банке је различит, тако да постоје централне банке са високом самосталношћу у односу на извршну власт, али и потпуно зависне централне банке од извршне власти.

Централне банке у недовољно развијеним привредама имају и специфичне функције и положај, јер су често ангазоване у програмима дефицитног финансирања привреде, дефицитног финансирања државног буџета, директног задуживања у иностранству, као и у области кредитирања банака – при чему се централна банка јавља као основни извор њихове ликвидности и формирања кредитног потенцијала.

Самосталност централне банке и њена стварна монетарна сувереност у низу развијених привреда је у непосредној вези са стабилношћу вредности новца и стабилности привреде.³

³ Ристић Ж., Комазец С., Глобални финансијски менаџмент, Чигоја, Београд, 1998., стр. 159

2. Основне функције централне банке

Централне банке у развијеним тржишним привредама имају низ функција, а међу две најзначајније спадају следеће:

Прво, вођење монетарне политике, односно контрола понуде новца, са циљем да се осигура ниска стопа инфлације без креирања високе стопе незапослености.

Друго, осигурање нормалног функционисања банкарског и финансијског система. У финансијском систему са мноштвом финансијских посредника потенцијална опасност за појаву финансијских паника, тј., масовног банкротства банака је присутна. Да би се избегле несагледиве негативне последице колапса финансијског система, централна банка треба да се појављује у улози "зајмодавца у крајњој истанци".

Када је реч о првој функцији, треба истаћи да контролисање понуде новца преко установљавања обавезних резерви пословних банака од стране централне банке, у крајњој линији, треба да буде подређено осигурању стабилности националне валуте. Вођење монетарне политике од стране централне банке је често контровезно. Међутим, карактеристично је да се у савременим условима у развијеним тржишним привредама у хијерархији циљева монетарне политике – стабилност цена, економски раст, пуна запосленост, уравнотежени платни биланс – примат даје стабилност цена. Теза монетариста (М. Friedman, А. Maltzer, К. Brunner, itd) да је ниска и стабилна стопа монетарног раста на дуго рок претпоставка за постизање стабилности цена се показала валидном у пракси великог броја најразвијенијих индустријских земаља. Искуство показује да су се унутар највишег управљачког тела централних банака у развијеним тржишним привредама у појединим периодима водиле велике дебате око тога који циљ треба ставити на прво место. Монетарне власти, водећи монетарну политику, желе да делују позитивно на укупне перформансе привреде у свим ситуацијама. Управљачке структуре настоје да буду мудре и флексибилне у прилагођавању инструмената монетарне политике, како би привреда оперисала са задовољавајућом стопом економског раста, пуном запосленošћу, уравнотеженим платним билансом и стабилношћу цена. С обзиром да је монетарна политика само један од инструмената економске политике, неминовно се намеће питање да ли централна банка својим одлукама може да позитивно делује у свим правцима у исто време. С тим у вези, један од најуспешнијих гувернера Система федералних резерви у САД Volcker истиче следеће: Јединствена

карактеристика монетарне политике је да она третира новац и, третирајући новац, она неизбежно третира тржиште. Новац по себи не производи ништа, али без новца не би могло бити ефикасних тржишта, и обрнути, без прилично ефикасних и делотворних тржишта нема реалне сврхе монетарне политике.⁴

Да би постојало тржиште које добро функционише код трансактора, пре свега код привредних јединица и становништва, мора бити присутан одређени осећај монетарне стабилности. Како, с правом, закључује Volcker, без монетарне стабилности не може се очекивати да привреда ефикасно функционише, дакле да у њој привредне јединице буду вољне да штеде, да инвестирају и да буду у могућности да слободно тргују са партнерима из других земаља. Под појмом монетарна стабилност најчешће се подразумева, пре свега, стабилност цена. При том може се користити и шире значење, које обухвата и постизање приличне стабилности девизних курсева, неометан промет на финансијским тржиштима тако да трансактори са високим степеном извесности могу планирати шта ће се десити у блиској будућности, висок степен сигурности код отплате дугова на првобитно планираним основама.

Међу гувернерима централних банака водећих индустријских земаља карактеристично је да данас постоји потпуна сагласност да је монетарна стабилност први приоритет монетарне политике. То значи да централна банка у развијеној тржишној привреди мора константно да ставља до знања трансакторима да су квантум новца и кредита лимитирани. Експесни раст количине новца и банкарских кредита поткопава монетарну стабилност и законито води кретање привреде ка путањи са нижим растом друштвеног производа од потенцијално могућег. У крајњој линији, поновно дезинфлационирање привреде неминовно намеће високе друштвене трошкове, који се огледају и у нагом порасту незапослености. Почетком 1980-тих рецесија, окарактерисана у SAD као најдубља после Другог светског рата, то најбоље потврђује. Наступила је након одлучне решености Система федералних резерви да рестриктивном монетарном политиком сузбије, према историјским стандардима, изузетно високу стопу инфлације. Наметањем лимита у погледу раста количине новца и кредита, често ван воље актера у привредном животу, централна банка обезбеђује амбијент у коме би привредни раст и стабилност могли бити постигнути у општем интересу.

⁴ Ђукић Ђ., Централна банка и финансијски систем, Економски факултет, Београд, 2006., стр. 10.

Функција централне банке као "зајмодавца у крајњој истанци", у крајњој линији значи да је централна банка као интитуција способна и спремна да одобри зајмове банкама у време криза, када друге банке не могу или нису спремне да то учине. Објашњење за способност централне банке да даје зајмове у време криза лежи у томе што она има моћ да креира резерве. У појединим развијеним тржишним привредама постоји двостепено осигурање против ланчаног банкротства великог броја банака. У првој истанци то представља одређени тип јавне корпорације за осигурање депозита које гарантује до одређеног износа за штедне улоге грађана. Но, у другој истанци централна банка је увек спремна да спасава такву корпорацију делујући као "зајмодавац у крајњој истанци". Овај тип аранжмана је карактеристичан за SAD. Реч је о односу између Федералне корпорације за осигурање депозита (Federal Deposit Insurance Corporation) и Система федералних резерви.

Остале функције централне банке су:

1. Емисиона функција – монопол на емисију примарног новца тј. новчаница и кованица. Снабдевање земље националном валутом обухвата производњу и дистрибуцију новчаница и ситног кованог новца, операције на девизном тржишту и руковање девизним резервама које се држе ради одржавања спољне вредности националне валуте. Операције централних банака на девизном тржишту свODE се на то да обезбеде одговарајуће кретање девизних курсева како би сачувале стабилност властите валуте. Ако курс стране валуте покаже тенденцију пораста, централна банка ће нудити односну валуту и тако утицати на њен постепени пад. Ако курс стране валуте показује тенденцију пада, централне банке ће на девизном тржишту тражити односну девизу и тако утицати на постепени пораст њеног курса. Према томе, у првом случају централна банка продаје девизу и купује домаћу валуту, док у другом случају купује страну валуту и продаје своју властиту. Суштина операције централне банке на девизном тржишту састоји се у истовременим (али супротно усмереним) купопродајама стране и властите валуте.

2. Улога банкара државе – Ова функција обухвата: депоновање новчаних средстава која припадају држави и позајмљивање новчаних средстава држави; служење као фискални посредник (агент) и јемац државе. Такође, наведена функција

подразумева пружање извршној државној власти стручног мишљења о монетарним и финансијским пословима. Важан положај сектора државе у привреди сваке земље, као и величина тог сектора, налаже не само потребу да овај сектор има приступ једној специјализованој монетарној институцији (каква је централна банка), него истовремено захтева од централне банке да озбиљно узме у обзир снагу утицаја овог сектора на функционисање целокупног привредног механизма, посебно у одлукама о томе до које мере да финансира кредитне захтеве државе.

3. Регулисање ликвидности банкарског и привредног система – улога последњег уточишта ликвидности. Функцију последњег уточишта банака централна банка обавља посредно тако што прописује услове за ликвидност и поопштава услове за случај неликвидности. Уважавајући ове критеријуме пословне банке дефинишу сопствену стратегију ликвидности тростепеног нивоа. Примарне резерве које пословне банке држе код централне банке (готов новцац и депозити по виђењу) представљају прву линију одбране њихове ликвидности. Секундарне резерве ликвидности (резервни фондови и каматносноне краткорочне хартије од вредности) значе други ниво очувања ликвидности банака. У ситуацији када нека пословна банка не може своје ликвидне потребе да покрије из примарних и секундарних резерви принуђена је да користи кредите на новчаном тржишту, што представља трећи ниво одбране ликвидности. Међутим, ако се покаже да ни ова средства нису довољна за очување ликвидности, а централна банка с друге стране процени да је реч о тренутном и краткорочном дефициту новчаних средстава, а не о фундаменталном недостатку новца, активира се четврти ниво одбране у виду кредита за ликвидност. Оно што разликује кредите за ликвидност од редовних кредита је њихова суперкраткорочност, одобравају се по вишим каматним стопама, не могу се никад употребити за повећање кредитног потенцијала банака, обавезно се захтева обезбеђење у хартијама од вредности и врши се провера бонитета банке која користи ову врсту кредита.

4. Контролна функција – Супервизорска функција проистиче из саме природе односа између централне и пословних банака. Ова функција стара је колико и централна банка. Упоришна линија супервизорства централне банке реализује се преко праћења тј. мониторинга, контроле и кориговања структуре пословног

банкарства, јер су банке главни канали трансмисије монетарне и кредитне политике једне земље. Главни циљеви супервизорства су:

- стално побољшање перформанси и структуре пословног банкарства
- одржавање задовољавајућег нивоа стабилности и поверења у банкарске организације.

Супервизорску функцију централна банка реализује кроз директни преглед биланса банака (одитинг), повремену процену кредитне способности, анализу општих перформанси банака, кроз обавезу банака да објављује извештаје о пословању, посебно о ликвидности и солвентности.

5. Спољно – економска функција – регулише плаћања и кредитирање иностранства и управља спољним дуговима и девизним резервама земље, води рачуна о стабилном девизном курсу валуте; реализује међународне уговоре и сарадњу са централним банкама других земаља и са међународним финансијским институцијама: ММФ, Светска банка, ЕБРДС, Б и С и др.

6. Организовање функције платног промета у земљи – Централна банка уређује и унапређује платни промет у земљи, контролише обављање платног промета у банкама и обавља друге послове платног промета у земљи. Централна банка води систем консолидованог рачуна трезора, за динарска и девизна средства, као и за друге рачуне утврђене законом. Централна банка снабдева банке и друге финансијске организације новчаницама и кованим новцем. Банке сnose трошкове набавке новчаница и кованог новца.

7. Развојна функција централне банке – у земљама у развоју централне банке се јавља као извор "меких кредита" за секторе чији се развој подстиче.

Централна банка није профитна институција, иако располаже сопственим приходима.⁵

⁵ Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 48

Формално посматрано, основне функције централне банке код нас не разликују се од операција централних банака у развијеним тржишним економијама. Наша Народна банка има следеће функције:

- издавање новчаница и кованог новца,
- регулисање количине новца у оптицају,
- одржавање ликвидности земље према иностранству,
- регулисање ликвидности банака,
- финансијско сервисирање државе.⁶

3. Основни модели организације централне банке

У погледу власништва централна банка може бити:

- државна банка – случај у већини земаља,
- банка основана као А. Д., са мешовитим власништвом и управљањем (Шпанија, Јапан, Венецуела, Пакистан),
- приватна банка.⁷

Иако је већина централних банака у својини државе, има и случајева који одступају од овог модела. Државна својина може да се манифестује кроз два облика: централна банка као јавна установа, формирана законом, и централна банка као формално акционарско друштво, у којем су све акције у поседу државе. Први облик је правило, док је други изузетак. Наравно, постоје и централне банке код којих у структури власништва преовлађује приватни капитал, односно које су одолеле процесу подржављења (Грчка, Италија, Португалија, Чиле). У тим случајевима влада обезбеђује свој утицај над централном монетарном институцијом кроз кадровску политику, тј. кроз именовање или давање сагласности на избор гувернера и именовање управљачких тела централне банке.

Основни модели организације централне банке:

⁶ Живковић А., Кожегинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 564

⁷ Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 49

- јединствена централна банка – најчешћи концепт,
- сложени систем централне,
- супранационална централна банка – ЕМУ.

Организација централне банке зависи од развијености и структуре привредног система земље, од институционалног устројства и од политичких фактора у држави у којој је основана. Организација централне банке углавном се своди на три основна модела: јединствена централна банка, сложени систем централне банке и наднационална централна банка. Концепт јединствене централне банке је најзаступљенији у савременим условима. Према овом концепту функције врховне монетарне власти концентрисане су у једном центру. Други модел подразумева организацију система централних банака. То значи да у једној земљи постоји више банака које заједно обављају функције централне банке. У сложенем систему централне банке обично једна од тих банака има улогу главног координатора и њен задатак је да управља деловима ове сложене организације. Систем мора да буде тако организован да процес доношења одлука и њихове реализације буде ефикасан. Најпознатији пример овако организоване централне банке је систем Федералних резерви у САД. Наднационална централна банка је карактеристична за монетарну унију групе земаља. Монетарна унија представља висок степен економске интеграције, какав је данас случај са Европском унијом. Државе чланице се одричу свог монетарног суверенитета, промовишу јединствену валуту, усклађују монетарну и девизну политику, формирају заједничке девизне резерве и оснивају заједничку централну банку. Наднационална банка се, по правилу, састоји од огранака који се налазе у свакој земљи чланице монетарне уније. Преовлађује гледиште да јединствена монетарна власт одговара државама са монолитном националном структуром, док систем централне банке одговара вишенационалним заједницама.

Централне банке у принципу имају троструко организациону структуру:

1. извршни ниво,
2. ниво савета (board-a) и
3. ниво контроле.

Између централних банака постоје разлике у погледу ових нивоа, али су у многим случајевима ниво савета и ниво контроле међусобно сједињени. Тада извршни ниво преузима већу одговорност.

За извршни ниво користе се изрази "executive committee" или "management committee". Извршни комитет одлучује у име банке као колективни орган. Сачињавају га најмање три члана. Дакле, извршни ниво је образован у већини централних банака, а код неких сличан ауторитет је дат гувернеру, коме помажу заменици, односно вицегувернери. Гувернер централне банке је у свим земљама председавајући Извршног комитета, који представља тело које формално доноси већину одлука. Гласање је изузетно ретко и у пракси Извршни комитет делује као саветодавно тело гувернера. Изван оквира централне банке, гувернер је у првом реду личност која представља банку, односно представља њене ставове. Међутим, његов положај у мањој мери одређује ауторитет његовог знања, већ га првенствено одређује његов сопствени ауторитет.⁸

Термин "савет директора" може се користити за означавање тела које се редовно састаје ради консултације са руководством банке и у циљу доношења одлука које нису везане за дневни посао банке. Тело такве врсте обично има чланове изван централне банке. Влада може имати представнике у савету директора или пак учествовати у његовом раду. Као опште правило важи да њиме руководи гувернер. У већини случајева и остали чланови извршног органа имају статус чланова извршног органа имају статут чланова савета. Није ретко у пракси да савет има и надзорну улогу. Заправо, што се савет више удаљава од текућег пословања, то више преузима карактеристике надзорног тела.

Улога нивоа контроле условљена је улогом савета директора у погледу контроле рада централне банке. Због тога и није нужно да се образује посебно контролно тело. Ако је формирано, то тело је одговорно за контролу биланса банке, као и за контролу поштовања закона и регулативе од стране централне банке. У многим случајевима контролно тело може да утиче на постављање одговорности службеника централне банке. Влада може бити заступљена у контролном телу или јој може бити поверена (у посебним видовима) функција "контролора".

Независност централне банке веома је битна за успостављање рационалног функционисања финансијског банкарског система земље.⁹

Рећи да је монетарна политика само део укупне економске политике друштва представља већ уобичајен израз којим треба да се уважи неопходност логичке

⁸ Живковић А., Кожегинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 566

⁹ Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 49

повезаности елемената у једном сложеном систему. Али монетарна политика, истовремено, представља и скуп различитих поступака, при чему се субјекти који их употребљавају налазе (институционално посматрано) у централној банци, а не у оквиру неког државног органа. Због тога, поменути проблем логичке повезаности претпоставља три своја аспекта: степен самосталности централне банке, оптималну координацију између монетарне и фискалне политике и односе између монетарне политике и осталих инструмената економске политике.

Независна централна банка покрива три области:

- персонална независност,
- финансијска независност и
- независност увођењу монетарне политике.

Персонална независност се односи на утицај државе код именовања и смењивања функционера, док је финансијска независност одређена приступом државе кредитима централне банке. Независност у вођењу политике садржи два елемента: независност у погледу одређивања циља и независност у погледу коришћења инструмената. Као основни циљ се поставља стабилност цена, док централна банка има слободу да бира инструменте.

4. Монетарна контрола централне банке

Монетарна контрола централне банке је у креирању, распрострањању (преливању) и повлачењу новца је једна од најслабијих карика у укупној монетарној политици.

Монетарна контрола се не своди само на контролу емисије новца, већ и располагање новцем од стране свих субјеката у трансмисији новца до крајњег корисника, али и контролу самих захтева при одобравању кредита пословним банкама. Наравно, то спада у подручје мере и опредељења монетарне политике у одређеном периоду, уз квантитативно и квалитативно усклађивање масе новца у оптицају и реалних и финансијских токова у привреди.

Монетарна контрола као основну претпоставку тражи:

1. јединствену централну банку у државној заједници,
2. јединствену монетарну политику,

3. самосталност централне банке у односу на државну (политику) и пословно банкарство,

4. јединствени новац и његов монопол на домаћем тржишту у односу на страна средства плаћања,

5. ауторитет централне банке у друштву и држави, односно пуно функционисање правне државе.

Без наведених основних претпоставки централна банка као емисиона установа претвара се у "самоуслугу новцем", при чему се новац најчешће користи и злоупотребљава за низ немонетарних циљева у развоју. Од злоупотреба новца до "поплаве" новца само је један корак, а то је пут у анархичну привреду и редовно у хиперинфлацију. Централна банка у емисији новца може то да учини у два правца:

- емисија готовог новца и
- емисија кредитног новца (на рачун корисника кредита код централне банке).

Ту се јављају два битна проблема који их чине потпуно различитим. Први проблем је да се код кредита централне банке могућност контроле знатно повећа – све до момента када се тај новац плаћањем преко банака претвори у депозите других корисника у привреди и друштву, тада се јавља потреба за контролом и употребом депозитног новца преко кредита пословних банака. Ту је код централне банке значајно ограничена. Она се јавља само индиректно преко контроле кредитне политике пословних банака и њихово везивање за одлуке и нова средства (инструменте) централне банке. Други проблем је што се овај део новца великим делом одлива у сферу расподеле (лични дохоци, порези, доприноси, плаћање материјала, опреме и др.) што значи да мора бити укључена и политика расподеле и фискалне политике. Без наведене синхронизације монетарне политике и осталих делова макроекономске политике, монетарна политика у контроли употребе новца и жељних ефеката готово редовно отказује.¹⁰

¹⁰ Ристић Ж., Комазец С., Глобални финансијски менаџмент, Чигоја, Београд, 1998., стр. 168

5. Централне банке појединих земаља

5.1. Централна банка Канаде

Канада је доста касно основала централну банку: The Bank of Canada – централна банка Канаде, основана је 1934. године. Директоре именује влада, њихов мандат траје три године, а они именују гувернера чији мандат траје седам година. Управни одбор чине четири вицегувернера и гувернер и он представља тело налик Федералној комисији за операције на отвореном тржишту у које доноси одлуке у области монетарне политике. Закон о банкарству допуњен је 1967. године да би се крајња одговорност за монетарну политику пребацила на владу. Дакле, Централна банка Канаде није независна у погледу инструмената, као што су то Федералне резерве. Међутим, у пракси она ипак контролише монетарну политику. У случају несугласица између банке и владе, министар финансија издаје директиву коју банка мора поштовати. Пошто та директива мора бити у писаној форми и мора се односити на одређени, наведени период у којем мора бити применљива, мала је вероватноћа да она буде издата. До данас није издата ниједна таква директива. Циљеви монетарне политике, као и планирану инфлацију одређују Централна банка Канаде и канадска влада заједно, па је Централна банка Канаде мање независна у погледу циљева него Федералне резерве.

5.2. Централна банка Велике Британије

С обзиром на то да је основана 1694. године, Централна банка Велике Британије представља једну од најстаријих централних банака. На основу Закона о банкарству из 1964. године, влада је постављена изнад Централне банке Велике Британије. Веће Централне банке Велике Британије (еквивалент управном одбору) чине гувернер и два вицегувернера којима мандат траје пет година и 16 чланова, који се именују на мандат од три године. До 1997. године, Централне банке Велике Британије није имала право да одлучује о повећању или смањењу каматних стопа. О томе је одлучивао министар финансија. Ситуација се променила када је маја 1997.

године на власт ступила нова лабуристичка влада. Нови министар финансија Gordon Brown објавио је да ће Централне банке Велике Британије од тог датума одређивати каматне стопе. Међутим, Банци није омогућена потпуна независност у погледу инструмената. Влада има предност у односу на Банку и може да одређује каматне стопе "у екстремним економским ситуацијама" и "у одређеном периоду". Пошто би се, као и у Канади, одлука Банке морала јавно објавити и пошто се такво нешто очекује само у крајње неуобичајеним ситуацијама и само за одређени период, Влада ретко користи своју доминацију над Банком. Право одређивање каматних стопа има Комисија за монетарну политику. Чине је гувернер, два вицегувернера, два члана које именује гувернер након консултација с министром финансија (углавном су то званичници централне банке) и четири независна економска експерта које именује министар. (Интересантан је податак да два од четири независна експерта првобитно именована у ту комисију нису били Британци – један је био Холанђанин, а други Американац, али су обојица били становници Велике Британије.) Планирану инфлацију Централне банке Велике Британије одређује министар финансија, па је она мање независна и у погледу циљева него што су то Федералне резерве.

5.3. Централна банка Јапана

(Bank of Japan, Nippon Ginko) основана је 1882. године у периоду Мејџи реформе. Монетарну политику одређује Савет за политику, који чине гувернер, два вицегувернера и шест независних чланова које именује кабинет, а њихово именовање одобрава парламент. Свима њима мандат траје пет година. Све доскора, Централна банка Јапана није била формално независна од владе, а централну моћ имало је министарство финансија. Међутим, нови Закон о Централној банци Јапана, који је на снагу ступио 1998. године и представљао прву велику промену по питању моћи у Централној банци Јапана после читавих 55 година, променио је стање ствари. Осим што се њиме предвиђа да је циљ монетарне политике заправо одржавање стабилности цена, на основу Закона је и Централна банка Јапана остварила већу независност у погледу инструмената и циљева. Пре тог Закона, Влада је имала два члана у Савету за политику који су имали право гласа, један је био из Министарства финансија, а други из Агенције за економско планирање. Влада сада може да шаље

два представника из тих органа на сатанке одбора, међутим, они више немају право гласа, али имају право да затраже одлагање спровођења одлука по питању монетарне политике. Министарство финансија такође је изгубило право надзора над многим активностима Централне банке Јапана, посебно право отпуштања виших званичника. Међутим, министарство финансија и даље има контролу над делом буџета Централне банке који није у вези с монетарном политиком, што у неку руку ограничава њену независност.¹¹

5.4. Централна банка у SAD

FED – систем централне банке у SAD – Основан 1913. као Федерални резервни систем SAD, са карактеристикама сложене централне банке, што респектује федерално државно уређење, у чијем сасзаву је 12 банака у резерви и монополом емисије новца. FED конципира и спроводи монетарну политику, обавља операције и услуге за банке чланице, обавља послове за владу и врши супервизију и контролу пословања банака чланица. FED има улогу фискалног агента SAD, јер државе чланице држе владине депозите и плаћају обавезе државне благајне. Наравно, систем централне банке емитује новчанице преко државне благајне. Капитал FED је формиран од капитала банака чланица. Улога Банке федералних резерви у Њујорку је у вођењу операција на отвореном тржишту (ООТ). Имајући у виду улогу у међународним финансијским односима FED би се могао означити центром светског кредитног система. Гувернер председава одбором од 7 гувернера. Мандат гувернера и заменика, које поставља председник траје 4 године, а чланова 14 година. Најважније одлуке доноси Комитет за ООТ. FED је релативно независна, али у последње време све мање.¹²

11 M. Frederic S. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006., str. 349.

12 Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш., *Практикум за пословно банкарство*, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 49

5.5. Централна банка Италије

Основана је 1893. године, спајањем 6 приватних банака, које су имале монопол на емисију новца. Искључиви монопол на новчану емисију добила је 1926. године. Организована је као јединствена институција. Власништво над банком је подељено на кредитне институције, социјалне фондове и осигуравајуће компаније. Гувернера и заменика поставља Влада, при чему је мандат неограничен. Одбор директора бира Скупштина акционара. Стварањем ЕМУ њена улога је измењена, јер је она пренела ингеренције у вођењу монетарне политике на ЕЦБ.

5.6. Немачка централна банка

Bundesbank – Немачка централна банка је основана 1875. године, у почетку без монопола на издавање новца све до 1924. Организација се мењала неколико пута од јединствене са паузом 1948 – 57. године, када је поново постала јединствена. У погледу капитала до 1945. године била је приватна када је национализована. Гувернер и заменик се бирају на мандат од 8 година, без могућности опозива. Веће централне банке броји 21 члана. Због дужине мандата гувернера и његовог заменика, традиције и адекватног дефинисања степен аутономије у вођењу монетарно – кредитне политике је велики. Након уласка у ЕМУ и формирања ЕСВ своје ингеренције, укључујући и емисију новца, пренела је у највећој мери на ово наднационално тело.

5.7. Централна банка Француске

Централна банка основана је 1800. године спајањем неколико приватних банака, а монопол на израду новчаница је добила 1848. године. Организована је као јединствена институција. Власништво је било мешовито све до 1945. године када је

национализована. Гувернера и заменика гувернера именује Влада на период 5 – 7 година. Централна банка је зависна од Владе. Улога се мења стварањем ЕМУ.¹³

6. ЕМУ и систем Европске централне банке

Монетарна унија је валутно подручје настало од више националних валутних подручја која су прихватила јединствену валуту. Свака, па и ЕМУ укључује:

1. јединствену централну банку,
2. јединствену валуту и
3. јединствену монетарну политику.

Јуна 1988. године Европски савет је овластио тадашњег председника Европске комисије Жака Делора да анализира и предложи конкретне кораке у остваривању Европске уније. Комисија састављена од гувернера централних банака припремила је Делоров извештај према коме је економска и монетарна унија (ЕМУ) требало да се оствари у три фазе:

Прва фаза је трајала од 1. јуна 1990. до 31. децембра 1993. године. Њен основни садржај је био стварање јединственог финансијског тржишта, пре свега потпуна либерализација кретања капитала унутар Заједнице. Да би се могло приступити другој и трећој фази било је неопходно извршити прилагођавање Римском споразуму, којим је основана Европска економска комисија, претеча данашње ЕУ. Споразум о ЕУ постигнут је у децембру 1991. године, а потписан фебруара 1992. године у Мастрихту.

Друга фаза је требало да траје до 1997. године, а најдуже до 1999. године. Она је везана за установљавање Европског монетарног института (ЕМИ) јануара 1994. године, који је био прелазна институција. ЕМИ је имао задатак да јача сарадњу између централних банака и координацију монетарних политика, као и да обави припреме за успостављање Европског система централних банака за вођење јединствене монетарне политике и за креирање јединствене валуте. Ова фаза је предвидела усклађивање економских политика које имају за циљ смањење

¹³ Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 50.

инфлације, ограничење буџетског дефицита, смањење јавних дугова и снижавање каматних стопа.

Трећа фаза је финална и предвиђала је увођење јединствене валуте и преузимање надлежности за монетарну политику и интервенције на девизном тржишту од стране Европског система централних банака.

Критеријуми конвергенције:

Уговором из Мاستрихта је ревидиран основни Римски уговор увођењем критеријума конвергенције, као услов уласка у ЕМУ:

1. стабилност цена – инфлација не сме бити већа од 1,5 процентних поена изнад просека три земље чланице са најнижом инфлацијом,

2. годишњи буџетски дефицит не сме бити већи од 3% ГДП,

3. укупан јавни дуг не сме бити већи од 60% ГДП,

4. дугорочна каматна стопа не сме бити виша од 2 процента поена изнад непондерисаног просека каматних стопа у три чланице са најнижом каматном стопом и

5. земља чланица мора имати стабилан девизни курс (у границама дозвољених флукуација) и посебно да није девалвирала валуту у последње две године. У мају 1998. године Савет министара усвојио одлуку да се 11 земаља чланица квалификовало за ЕМУ (Белгија, Немачка, Шпанија, Француска, Италија, Ирска, Луксембург, Холандија, Аустрија, Португал и Финска). Грчка се придружила ЕМУ 2001. године, док су Данска и Велика Британија задржале право да не учествују у трећој фази. Шведска није испунила услов стабилности курса. У децембру 1995. године одлучено је да јединствена европска валута буде ЕВРО.

Европска централна банка је почела са радом јуна 1998. године, а Европска централна банка и националне централне банке земаља евро – зоне формирају Европски систем централних банака.

Европски систем централних банака према мастрихтском уговору је стуб монетарне власти Европске уније који утврђује оквире монетарних агрегата, односно формулише и извршава монетарну политику и примењује инструменте монетарне политике, укључујући и политику каматних стопа. Задатак је такође управљање девизним резервама земаља чланица, унапређење платног промета и надзор над пословањем банака и других финансијских институција.

Према Уговору из Мاستрихта и Протоколу о Статуту Европског система централних банака и Европске централне банке, Европски систем централних банака чине Европска централна банка и централне банке држава – чланица.

Основни задаци Европског система централних банака су:

- дефинисање и реализација монетарне политике Европске уније,
- руковођење девизним пословима,
- држање и управљање девизним резервама земаља чланица,
- омогућавање ефикасног функционисања платног промета,
- спровођење надзора над кредитним институцијама и стабилности финансијског система.

Европска централна банка је правно лице и у свакој држави чланици има најшира правна овлашћења која национално право признаје правним лицима.

Капитал Европске централне банке је 5 милијарди евра који су уплатиле чланице Европског система централних банака. Формула за утврђивање учешћа у оснивачком капиталу била је заснована на учешћу ГДП и становништву Европске уније.

Свака земља чланица такође учествује у формирању девизних резерви Европске централне банке до укупног износа од 50 милијарди евра.¹⁴

Начин на који се дефинисане функције органа управљања Европске централне банке, процедура избора и смењивање њихових чланова и начин доношења одлука су други конститутивни елемент високог степена институционалне независности Европске централне банке. У Европској централној банци постоје два органа одлучивања. Кључни орган Европске централне банке коме је Статутом Европске централне банке и Европској централној банци поверено формулисање јединствене монетарне политике представља Управни савет (Governing Council) Европске централне банке. Тај управљачки орган је састављен од шест чланова Извршног одбора (Executive Board) Европске централне банке и гувернера централних банака земаља чланица ЕМУ. Управни савет Европске централне банке се састаје једанпут у петнаест дана у седишту Европске централне банке – Frankfurt am Main. Прописано је да се у току године мора састати бар 10 пута. Одлучивање о монетарној политици је у потпуности централизовано. Уколико другачије није прецизирано Статутом Европског система централне банке и Европске централне банке, Управни савет Европске централне банке доноси одлуке

¹⁴ Бараћ С., Стакић Б., Хадић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 52

простом већином, с тим што је у случају истог броја гласова за и против одређене одлуке глас глас председника Европске централне банке је одлучујући. Гласање је могуће уколико постоји кворум од две трећине чланова Управног савета. У случају да не постоји кворум, председник има право да сазове ванредан састанак Управног савета, на коме се одлуке могу донети без обзира на кворум (члан 10. Статута Европског савета централне банке и Европске централне банке). Члановима Управног савета није дозвољено, по Статуту Европског савета централне банке и Европске централне банке, да прихвате или траже инструкције од било кога, укључујући политичаре. Осим тога, политичарима није дозвољено да дају инструкције члановима Управног савета Европске централне банке.

Регионалне и националне монетарне политике не егзистирају и не могу егзистирати у зони евра. Постоји само једна, јединствена монетарна политика за евро зону у целини. Стога Европска централна банка треба да се развије у истинску европску институцију. Ово је процес који ће неизбежно захтевати време, али чини се да је већ постигнут извештајан напредак.¹⁵

Извршни одбор Европске централне банке као други управљачки орган чине председник и потпредседник Европске централне банке и четири друга члана. Чланови Извршног одбора Европске централне банке се бирају на период од осам година, а након истека мандата не могу поново бити бирани на ту функцију. За прве именоване чланове Извршног одбора мандатни период је распоређен у интервале од четири до осам година тако да ће мандатни период који следи такође бити распоређени. Оваквом изборном процедуром обезбеђује се веће независност овог органа управљања Европске централне банке у односу на процедуру по којој би се избор свих чланова вршио за исти мандатни период.

Извршни одбор Европске централне банке је одговоран за текуће пословање и имплементацију монетарне политике о којој је одлучио Управни савет Европске централне банке. У циљу постизања максималног степена институционалне независности Европске централне банке прописано је да је председник, потпредседник Европске централне банке и други чланови Извршног одбора морају бити бирани из реда особа које имају (признату позицију и професионално искуство у монетарној и банкарској сфери) према заједничком споразуму земаља чланица на нивоу председника држава или председника влада, а по препоруци Европског савета

¹⁵ Ђукић Ђ., Централна банка и финансијски систем, Економски факултет, Београд, 2006., стр. 138

који има обавезу да консултује Европски парламент и Управни савет Европске централне банке (члан 11 Статута Европског савета централне банке и Европска централна банка). У пракси Европски парламент има мало реалне моћи да одбије предложеног кандидата за Извршни одбор Европске централне банке.

Поред наведена два кључна органа одлучивања, у Европској централној банци постоји и Генерални савет Европске централне банке (General Council of the ECB) као саветодавно тело. Чине га председник и потпредседник Европске централне банке, као и 15 гувернера националних централних банака свих земаља чланица Европске Уније. Типичан пример је политика девизног курса.

Код избора гувернера националних централних банака прописана је обавеза да се у њихове статуте угради одредба по којој дужина мандатног периода не може бити краћа од пет година. У циљу обезбеђења високог степена институционалне независности управљачког органа Европске централне банке предвиђено је да гувернер националне централне банке може бити смењен само у два екстремна случајева: прво, уколико не испуњава услове који се захтевају за вршење његових дужности и, друго, уколико је осуђен за кривично дело.

Као и код осталих централних банака, одговорност Европске централне банке се постиже кроз транспарентност и отвореност у раду. О свим својим активностима Европска централна банка регуларно упознаје јавност публикујући месчни билтен. Да би се постигла транспарентност, у Европској централној банци се упражњава пракса да се сваког месеца после првог састанка Управног савета организује конференција за штампу, на којој иступају председник и потпредседник Европске централне банке. У свом свеобухватном уводном излагању председник Европске централне банке објашњава суштину дискусије која је вођена на састанку Управног савета и анализе и аргументе за и против дате одлуке. Наведени уводни став се одмах публикује на интернет веб сајту Европске централне банке. Након тога следи серија питања великог броја присутних новинара и одговора на њих. Убрзо следи публикавање тих питања и одговора на интернету.

6.1. Независност Европске централне банке

У циљу бољег разумевања стратегије монетарне политике Европске централне банке и њене фактичке независности неопходно је сагледати основне параметре који одсликавају положај привреде евро зоне у односу на привреде SAD, ЕУ и Јапана, укључујући и степен њене отворености у односу на поменуте привреде.

Евро зона представља велику и релативно затворену привреду. Могућност поређења, у ширем смислу, евро зоне са SAD-ом проистиче из броја становника и њеног значаја у светској привреди. У погледу обима и структуре најочљивија чињеница је да привреда евро зоне има удео у светској производњи од око 16%. Ово је три пута више од највеће националне економије у оквиру ње (Немачка која учествује са 4,7%) и знатно више у односу на Јапан, чији је удео око 8%. Међутим то је ниже у односу на привреду SAD-а, која у светској производњи учествује са 21%.

Степен отворености привреде евро зоне је много мањи него привреде земаља које су њени конституенти, али је још увек виши у односу на привреде SAD и Јапана. Мерена са уделом просечног извоза и увоза у производњи отвореност евро зоне износи 16%. У случају SAD и Јапана вредност наведеног показатеља је 12% и 11% респективно. Када је реч о улози евро зоне у светској трговини, треба истаћи њен удео у светском извозу од скоро 20%, што је чини највећим светским извозником. Иза ње следе SAD са уделом од 15% и Јапан са уделом од 9% у светском извозу.

Своју стратегију монетарне политике која се може дефинисати као правило по коме централна банка реагује на привредна кретања да би постигла свој финални циљ, Европска централна банка је формулисала у другој половини 1998. године, користећи, при том два ослонаца. То је било веома компликовано ако се има у виду да је увођење евра значило структурни прекид који може да промени понашање привредних јединица и индивидуа и да га учини мање предвидивим.

Први ослонац стратегије монетарне политике Европске централне банке представља познати став монетариста да новцу припада битна улога и да је инфлација у крајњој линији монетарни феномен. У том смислу, полазећи од економетриских налаза који сугерирају постојање стабилне везе у евро зони између ширег монетарног агрегата М3, нивоа цена и малог броја макроекономских варијабли, Европска централна банка је утврдила референтну вредност за раст ширег

монетарног агрегата М3 смањена са 5% у октобру 1998. године на око 3,5% у новембру 1998. године. Тромесечни покретни просек раста М3 (од септембра до новембра 1998. године) износио је 4,7%, тј. био је врло близу задате вредности од 4,5% на годишњем нивоу.

Приликом утврђивања стопе монетарног раста која треба да се оствари на средњи рок, Управни савет Европске централне банке је пошао од следећих варијабли:

- прво, постизање стопе инфлације мерене са НЦР, испод 2%, што је квантификација одржавања стабилности цена као циља на средњи рок за евро зону,
- друго, прихватљиве годишње стопе раста реалног GDP за евро зону од 2% до 2,5%, као просечне на средњи рок,
- треће, оцене да се средњорочни тренд опадања брзине оптицаја новца (агрегата М3) креће у распону од 0,5% до 1% годишње (што изражава историјско понашање тог параметра у двадесетогодишњем периоду пре увођења евра).¹⁶

Други ослонац стратегије монетарне политике Европске централне банке представљају индикатори и прогнозе о природи и величини ризика који су присутни код постизања стабилности цена као средњорочног циља. Ово у смислу присуства притиска на кретање инфлације (мерене са НЦР) највише или најниже у евро зони. Реч је о оцени широког спектра немонетарних, тј., других економских и финансијских индикатора који обухватају индикаторе надница и јединачних трошкова радне снаге, анализу геп-а у погледу производње (разлике оствареног и потенцијално могућег GDP - а), индикаторе фискалне политике, девизни курс и индикаторе финансијског тржишта, као што су крива приноса и цене акција. Ти индикатори осликавају текућу економску ситуацију и указују на природу и величину ризика за стабилност цена који нису постали очигледни у потпуности или благовремено на основу анализе одступања монетарног агрегата М3 од референтне вредности.

С обзиром да је привреда евро зоне релативно затворена Европска централна банка не прибегава утврђивању мете за девизни курс евра према, примера ради, USA долару. Екстерна вредност евра и њена динамика се узимају у обзир од стране Европске централне банке само у контексту сета низа других индикатора о будућем

¹⁶ Ђукић Ђ., Централна банка и финансијски систем, Економски факултет, Београд, 2006., стр. 144

кретању цена. При том, од момента његовог лансирања Европска централна банка је покушала да оцени међународно поверење у евро као нову валуту.

Европска централна банка је усвојила мешовиту стратегију монетарне политике која комбинује елементе утврђивања циља у погледу раста понуде новца. Мешовита, за разлику од појединачно наведених стратегија, знатно компликује комуникацију централне банке са јавношћу. Да би мере монетарне политике биле транспарентне и разумљиве, Европска централна банка мора детаљно да објасни како ће реаговати на различите догађаје.

У оквиру операција на отвореном тржишту које спроводи Европска централна банка постоје четири категорије:

- главне операције рефинансирања (са роком доспећа од две седмице)
- дугорочне операције рефинансирања (са роком доспећа од три месеца)
- операција финог подешавања (која се извршава на ad hoc основи)
- структуралне операције (на регуларној или нерегуларној основи, кад год

Европска централна банка жели да прилагоди своју структуралну позицију насупрот финансијског сектора).

Главне операције рефинансирања су регуларне трансакције којима се обезбеђује ликвидност финансијског сектора са ушесталошћу од једне седмице и роком доспећа од две седмице. Предвиђено је да се као кључне операције на отвореном тржишту извршавају од стране националних централних банака на основу стандардизованих тендера и према унапред специфицираном календару.

II ГЛАВА

Оснивање, функције и органи Народне банке Србије

1. Оснивање и правни статус

Народна банка Србије основана је Законом о Народној банци Србије. Овим законом уређује се положај, овлашћења и функције Народне банке Србије према органима Републике Србије, међународним организацијама и институцијама. За обавезе Народне банке Србије јемчи Република Србија.

Народне банке Србије је централна банка Републике Србије која обавља функције утврђене Законом о Народној банци Србије и другим законима. Народна банка Србије је самостална и независна у обављању функција утврђених Законом о Народној банци Србије и другим законима и за свој рад одговорна је Народној скупштини Републике Србије. Народне банке Србије, у обављању својих функција, неће примати нити тражити упутства од државних органа и других лица.

Народна банка Србије је правно лице. Народна банка Србије не уписује се у регистар правних лица. Седиште Народне банке Србије је у Београду. Народна банка Србије има печат који садржи назив Народна банка Србије и грб Републике Србије.

Народна банка Србије има статут, који потврђује Народна скупштина. Статут Народне банке Србије објављује се у "Службеном гласнику Републике Србије".

Народна банка Србије може образовати филијале. Унутрашња организација, делокруг, права и дужности филијала утврђују се Статутом Народне банке Србије.

У саставу Народне банке Србије, са обавезама и одговорностима утврђеним Законом о Народној банци Србије и Статутом Народне банке Србије, послује специјализована организација под називом: Народна банка Србије – Завод за израду новчаница и кованог новца – Топчидер, која издаје новчанице и ковани новац.

Народну банку Србије представља и заступа гувернер Народне банке Србије.

Народна банка Србије, у извршавању својих функција, сарађује са Владом и другим државним органима и, у оквиру своје надлежности, предузима мере за унапређење те сарадње.

Народна банка Србије може бити чланица међународних финансијских организација и институција и може сарађивати са националним финансијским и

кредитним институцијама ради извршавања свог основног циља и својих функција. Народна банка Србије може заступати Републику Србију у међународним финансијским организацијама и институцијама и другим облицима међународне сарадње, уз сагласност Владе.¹⁷

2. Функције Народне банке Србије

Основни циљ Народне банке Србије јесте постизање и одржавање стабилности цена. Народна банка Србије, поред основног циља, има за циљ и очување финансијске стабилности. Народна банка Србије, не доводећи у питање остваривање свог основног циља, подржаће спровођење економске политике Владе Републике Србије, послујући у складу с начелима тржишне привреде.

Народна банка Србије има следеће функције:

- утврђује и спроводи монетарну политику,
- самостално води политику курса динара и уз сагласност Владе Републике Србије утврђује режим курса динара,
- чува девизне резерве и управља девизним резервама,
- издаје новчанице и ковани новац,
- утврђује, контролише и унапређује несметано функционисање платног промета у земљи и са иностранством,
- издаје и одузима дозволе за рад, врши контролу бонитета и законитости пословања банака и других финансијских организација и доноси прописе из те области,
- обавља законом утврђене послове за Републику Србију,
- обавља друге послове утврђене Законом о Народној банци Србије и другим законом у складу с принципима пословања централних банака.¹⁸

Народна банка може банци, на њен захтев, дати овлашћење за обављање послова платног промета и кредитних послова са иностранством ако утврди да та банка испуњава услове за обављање тих послова које прописује Народна банка.

¹⁷ Закон о Народној банци Србије, „Сл. гласник РС“, број 72/2003

¹⁸ Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 54

Народна банка може одузети наведено овлашћење ако банка не испуњава прописане услове.

Народна банка води регистар банака овлашћених за обављање послова са иностранством, регистар представништва и других облика финансијске делатности домаћих банака у иностранству и регистар представништава и других облика финансијских делатности страних банака у земљи.

Народна банка прописује услове за упис и начин вођења регистара. Регистри су јавне књиге. Подаци уписани у регистар су јавни.

Народна банка може да пропише обавезу за банке да евидентирају, прикупљају, обрађују и достављају одређене податке.

Народна банка ближе прописује садржај података и начин њиховог достављања.

Народна банка, ради ефикасног извршавања циљева и функција, развија аутоматизоване информационе системе и прописује начин и услове укључивања банака у те системе.

Народна банка саставља билансе и извештаје на основу података добијених од банака, сопствених база података и аутоматизованих информационих система, у складу са законом.

Народна банка доставља програм монетарне политике за наредну годину Народној скупштини, ради информисања, најкасније до 15. децембра текуће године.

Народна банка подноси Народној скупштини, најкасније до 30. јуна наредне године, извештај о пословању и резултатима рада и извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.

Народна банка подноси Народној скупштини годишњи извештај о стању у банкарском и укупном финансијском систему земље, најкасније до 30. септембра наредне године.

Народна банка дужна је да програм монетарне политике објави у "Службеном гласнику Републике Србије" у року од месец дана од дана достављања Народној скупштини.

Гувернер присуствује седницама Владе на којима се разматрају питања у вези са остваривањем циљева и функција Народне банке.

Министарство надлежно за послове финансија доставља Народној банци, ради давања мишљења, нацрте закона и других прописа везаних за циљеве и функције Народне банке.

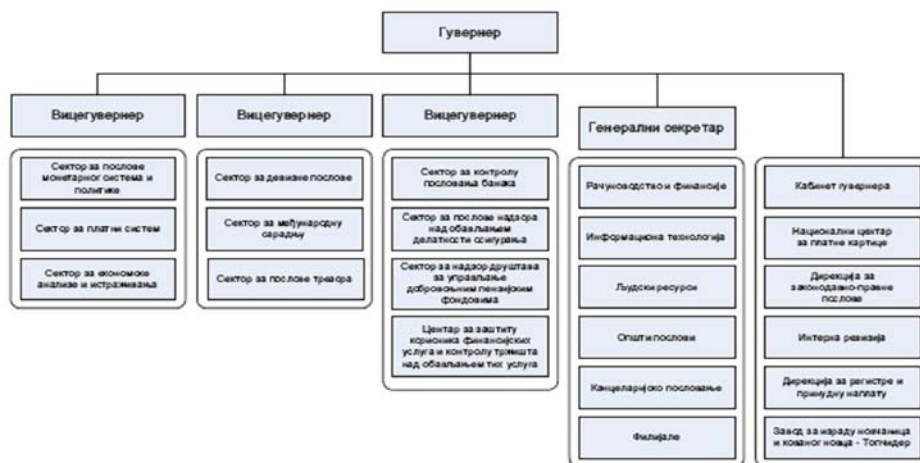
Министарство надлежно за послове финансија доставља Народној банци, ради давања мишљења, нацрт меморандума о буџету, економској и фискалној политици и нацрт закона којим се уређује буџет у складу са роковима прописаним законом којим се уређује буџетски систем.

На предлог Народне банке Влада може да предложи Народној скупштини доношење закона који су везани за остваривање циљева и функција Народне банке.

3. Органи Народне банке Србије

Органи Народне банке Србије су:

1. Монетарни одбор Народне банке Србије,
2. Гувернер Народне банке Србије и
3. Савет Народне банке Србије.



Табела 1. Структура органа Народне банке Србије

3.1. Монетарни одбор

Монетарни одбор чине гувернер и вицегувернери Народне банке Србије.

Монетарни одбор утврђује монетарну политику, а посебно утврђује:

1. услове и начин издавања краткорочних хартија од вредности,
2. услове и начин под којима Народна банка Србије спроводи операције на отвореном тржишту и обавља дисконтне послове,
3. политику одобравања краткорочних кредита,
4. политику курса динара и, уз сагласност Владе, режим курса динара,
5. начин управљања девизним резервама,
6. есконтну стопу и друге каматне стопе Народне банке Србије,
7. основице за обрачунавање обавезне резерве, стопе обавезне резерве, као и начин, услове и рокове издвајања и коришћења средстава обавезне резерве банака код Народне банке Србије,
8. мере за одржавање ликвидности банака.

Седнице Монетарног одбора одржавају се по потреби, а најмање једном у 15. дана.

Седнице Монетарног одбора одржавају се ако је присутно најмање две трећине чланова. Монетарни одбор доноси одлуке већином гласова присутних чланова, а у случају изједначеног броја гласова, одлучује глас гувернера. Начин сазивања и одржавања седница Монетарног одбора ближе се уређује Статутом Народне банке Србије. Седницама Монетарног одбора присуствује министар надлежан за послове финансија, без права гласа.¹⁹

3.2. Гувернер и вицегувернери

Гувернера бира Народна скупштина на предлог одбора Народне скупштине надлежног за финансије, на пет година, с правом поновног избора. За гувернера може бити бирано лице које испуњава опште услове за рад у државним органима, има високу стручну спрему, одговарајуће радно искуство у областима економије,

¹⁹ Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш., Практикум за пословно банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 54

финансија и банкарства и које се истакло као стручњак или научни радник у тим областима. Гувернер коме је престао мандат наставља да обавља послове до избора новог гувернера. Гувернер је надлежан и одговоран за остваривање циљева Народне банке Србије, а посебно за:

1. спровођење одлука Монетарног одбора и Савета,
2. организацију и пословање Народне банке Србије,
3. припремање аката из надлежности Народне банке Србије,
4. доношење аката из надлежности Народне банке Србије који законом нису стављени у надлежност Монетарног одбора или савета,
5. обављање других послова утврђених Законом о Народној банци Србије и другим законом, ако нису у супротности са основним циљем Закона о Народној банци Србије.

Гувернер је дужан да члановима Савета достави извештај о спровођењу монетарне политике, издавању и одузимању дозвола за рад и контроли бонитета и законитости пословања банака, доношењу приписа из надлежности Народне банке Србије и других послова из своје надлежности, најкасније у року од седам дана пре седнице Савета. Народна банка Србије има три до пет вицегувернера. Вицегувернере бира Савет на предлог гувернера, на пет година, с правом поновног избора. За вицегувернера може бити бирано лице које испуњава услове из члана Закона о Народној банци Србије. Статутом Народне банке Србије ближе се уређују овлашћења вицегувернера. Вицегувернер коме је престао мандат наставља да обавља послове до избора новог вицегувернера. Гувернер, на почетку свог мандата, именује вицегувернера који замењује гувернера ако је спречен да врши своју функцију. Гувернер, ради обављања послова из надлежности Народне банке Србије, доноси прописе и опште акте, као и појединачне акте, ако није Законом о Народној банци Србије друкчије одређено. Прописи и општи акти објављују се у "Службеном гласнику Републике Србије". Гувернер и вицегувернери су стално запослени у Народној банци Србије.

3.3. Савет Народне банке Србије

Савет Народне банке Србије има председника и четири члана које бира Народна скупштина, на пет година, с правом поновног избора. Народна скупштина бира председника и чланове Савета на предлог одбора Народне скупштине надлежног за финансије. За члана Савета може бити бирано лице које испуњава услове Закона о Народној банци Србије. Савет, на предлог гувернера:

1. усваја финансијски план Народне банке Србије,
2. усваја годишњи рачун Народне банке Србије,
3. утврђује јединствену тарифу по којој Народна банка Србије наплаћује накнаду за извршене услуге,
4. утврђује висину зарада гувернера и вицегувернера Народне банке Србије,
5. утврђује листу радних места са посебним овлашћењима и критеријуме одређивања висине зараде запослених са посебним овлашћењима Народне банке Србије,
6. врши избор овлашћеног ревизора.

Седнице Савета одржавају се по потреби, а најмање једном у три месеца. Седнице Савета одржавају се ако су присутна најмање три члана. Савет доноси одлуке већином гласова од укупног броја чланова Савета. Савет доноси пословник о свом раду, којим се нарочито уређује начин сазивања и одржавања седница, питања која се разматрају на седницама и друга питања у вези с радом Савета. Савет по потреби, а најмање једном годишње, Народној скупштини подноси извештај о свом раду. Чланови Савета нису запослени у Народној банци Србије. Члановима Савета Народна банка Србије исплаћује накнаду.

3.4. Нespoјивост функција, сукоб интереса и престанак функције

Гувернер, вицегувернери, чланови Савета и запослени са посебним овлашћењима:

1. не могу бити посланици у Народној скупштини, чланови Владе, функционери политичких организација, односно чланови органа јединица локалне самоуправе, синдикалних организација, чланови управних или надзорних одбора, односно спољни сарадници банака, других финансијских организација и ревизорских организација или других правних лица, која контролише или с којима у обављању својих функција Народна банка Србије сарађује,

2. не могу имати акције, оснивачке улоге ни дужничке хартије од вредности банака, других финансијских организација и ревизорских организација или других правних лица, која контролише или с којима у обављању својих функција Народна банка Србије сарађује.

Гувернер, вицегувернери и чланови Савета дужни су да после избора Народној скупштини дају писмену изјаву о томе да не поседују акције, оснивачке улоге ни дужничке хартије од вредности банака, ревизорских организација или других правних лица које контролише Народна банка Србије. Ово ограничење примењује се и на запослене у Народној банци Србије са посебним овлашћењима.

Гувернеру, вицегувернерима и члановима Савета престаје функција пре истека мандата ако то сами затраже или ако им радни однос престане због испуњења услова за старосну пензију, као и у случају разрешења са те функције.

Гувернер, вицегувернери и чланови Савета разрешавају се функције ако:

1. су правоснажно осуђени за кривично дело против привреде и јединства тржишта, радних односа, имовине, правосуђа, јавног реда и правног саобраћаја и службене дужности,

2. се утврди да нестручно и несавесно обављају функцију, односно да је, због озбиљних пропуста у извршавању одлука и организовању послова Народне банке Србије, дошло до знатног одступања од остварења њеног основног циља,

3. се на основу налаза и мишљења надлежне здравствене установе утврди да су због здравственог стања трајно изгубили радну способност за вршење те функције,

4. не доставе или доставе лажну изјаву о подацима у вези акција које поседују мимо закона,

5. се утврди да не испуњавају услове школске спреме и радног искуства који су прописани за њихов избор.

Савет утврђује испуњеност услова за престанак функције, односно разрешење гувернера и покреће поступак пред одбором Народне скупштине надлежним за финансије у року од 60 дана од дана утврђивања тих услова.

При оцењивању испуњености наведених услова, одбор Народне скупштине надлежан за финансије дужан је да затражи изјашњење гувернера.

Ако на основу извештаја Савета и изјашњења гувернера оцени испуњеност неког од наведених услова, одбор Народне скупштине надлежан за финансије о томе обавештава Народну скупштину која доноси одлуку о престанку функције, односно разрешењу гувернера.

Гувернер утврђује испуњеност услова за престанак функције, односно разрешење вицегувернера и о томе обавештава Савет који доноси одлуку о престанку функције, односно разрешењу вицегувернера.

Одбор Народне скупштине надлежан за финансије утврђује испуњеност услова за престанак функције, односно разрешење чланова Савета и покреће поступак пред Народном скупштином у року од 60 дана од дана утврђивања тих услова.

Народна скупштина доноси одлуку о престанку функције, односно разрешењу чланова Савета.

Гувернер, вицегувернери и чланови Савета не могу се годину дана по разрешењу запослити у банкама и другим финансијским организацијама.

III ГЛАВА

Утврђивање и спровођење монетарне политике

1. Монетарно кредитна 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.²⁰

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 кредитним токовима, мада постоји општи став да је савремени новац у својој основи кредитни (депозитни) новац.²¹

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 политике),

²⁰ Јовановић М., Рибач С., Монетарне и јавне финансије, Висока пословна школа струковних студија, Блаце, 2008., стр. 81

²¹ Бараћ С., Стакић Б., Хацић 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 стопа,
5. стабилност финансијских тржишта, и
6. стабилност на девизним тржиштима.

На основу Закона о раду из 1946. године и Закона о пуном запослењу и уравнотеженом развоју из 1978. године (често се назива Humprey – Hawkins закон), влада SAD 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 локалних 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 снабдевањем тржишта робом и услугама, економија понуде) економске политике, којој је циљ подстицање привредног раста обезбеђивањем пореских олакшица компанијама да би оне више инвестирале 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 политике SAD 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 мишљења указују на то да оно има негативан став према инфлацији, већ постоје и бројни докази да инфлација доводи до слабијег привредног раста. Са огромном 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.²²

Инфлација отежава и планирање. На пример, отежава доношење одлуке о количини средстава које треба одвојити и уштедети за школовање деце. Инфлација може да утиче и на социјално стање државе: може доћи до конфликта, јер ће се свака друштвена група надметати са другим групама како би била сигурна да ће њен доходак бити у складу с растућим нивоом цена.

²² Frederic S. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006., str. 412

Стабилност каматних стопа је пожељна, јер њихова флукуација може да доведе до неизвесности у привреди и да отежа планирање. На пример, флукуације 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. године, с циљем промовисања финансијске стабилности.

На стабилност финансијских тржишта утиче и стабилност каматних стопа, јер флукуације каматних стопа стварају неизвесност за финансијке институције. Пораст каматних стопа доводи до великих губитака код дугорочних обвезница и хипотекарних кредита, а такви губици могу изазвати пропаст финансијских институција које њима располажу. Протеклих година су такве флукуације каматних стопа представљале посебно 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 већи значај међународне трговине за привреду SAD, 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 стимулише инфлацију SAD. 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

финансијских 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 свде се углавном на подржавање циљева економске 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.²³

²³ Јовановић М., Рибач С., Монетарне и јавне финансије, Висока пословна школа струковних студија, Блаце, 2008., стр 83

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 финансијских 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 употребљава као заједнички појам за различите групе финансијских инструмената, тј., за новац и друга финансијска 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 трансмисионог механизма монетарних процеса, тј., разумевање ефекта који изазива поремећај

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

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

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 финансијских 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 финансијских 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 – историјских, 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 финансијских 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 (M₀) 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 (M2)** улазе следећа средства:

1. Новчана маса (M1),
2. Квази новац (штедни улози и други депозити) кога чине:
 - улози на штедњу по виђењу,
 - орочени депозити за стамбену изградњу,
 - орочени 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 (M3) је шири агрегат од M2.

1. Ликвидна средства (M2),
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. Удružена средства.

Монетарни волумен – укупни депозити (M4) представља знатно шири монетарни агрегат . Према методологији Народне банке Србије, поред укупних ликвидних средстава (M3), овај монетарни агрегат обухвата још и:

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

Агрегат **монетарни потенцијал (M5)** употребљавају многе развијене тржишне привреде , чију структуру, поред монетарног волумена (M4), 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 (Mo) 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

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 институционални услови деловања банкарског и финансијског 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 монетарно 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 финансисјких институција (кредитни лимити).

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

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 индиректних 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 (порастан 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.

3.1. 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 финансијског 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, као и већи број земаља у развоју реформисале су своје системе монетарног регулисања. Реформе су, између осталог, значиле прихватање или придавање веће важности тржишно оријентисаним инструментима монетарног регулисања (market – based instruments), који све више потискују 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 стабилizacionих циљева економске политике и, друго, да се у 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.

3.2. Избор инструмената монетарног регулисања

У економској литератури наилазимо на различита мишљења везана за питања броја инструмената монетарног регулисања који су потребни за спровођење ефикасне монетарне и кредитне политике. На једној страни постоје гледишта која се залажу за веома ограничен број монетарних инструмената 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 монетарног инструмента 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 инструментаријом.²⁷

Одлука о томе колико и који инструменти монетарног регулисања треба да буду коришћени, у великом степену зависи од развијености и специфичности финансијског 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.

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.

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

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.

3.3. Обавезне резерве банака као инструмент монетарне политике

3.3.1. 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 банчаних депозита. Инструмент обавезне резерве обезбеђивао је да део банчиног портфеља увек буде расположив у ликвидном облику, што је омогућавало задовољење захтева банчаних клијената у погледу конвертовања њихових депозита у готов новац. Међутим, временом је ова функција обавезне резерве банака изгубила на значају, на супрот 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 следеће начине:

- применом на различиту основицу: јединствену основицу или диференцирану основицу, обухватајући ставке биланса банака у пасиви или у активи

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

(или – и у пасиви и активи), на стање одређеног дана или на просечне износе ставки у билансима банака, на стање или на промене стањ

- а (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.

3.3.2. 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 шири основица за обрачун обавезне резерве.²⁹

Избору основице за обрачун обавезне резерве треба да претходи 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 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.

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

3.3.3. 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 финансијског система. Ако је централна банка оријентисана 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 финансијски 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 на доноси принос (камату) по тржишној стопи (што је редован случај), или је реч о некаматонским 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 фиксирани 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 краatak 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 фиксирани 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 краatak рок. У тим случајевима централна банка мора да прибегне регулисању варијабилних стопа обавезне резерве као резервном механизму монетарног регулисања, којим покушава да ниво кредитног потенцијала банака и новчане масе доведе на жељене вредности, пошто се то не може учинити довољно ефикасно путем регулисања обима креирања примарног новца.³⁰

³⁰ Милутин Ћириковић, Монетарно – кредитни систем, Београд, Савремена администрација, 1976, стр. 307.

3.3.4. Формирање каматних стопа на обавезне резерве

Када се од банака захтева да држе резерву активу (у виду средстава обавезне резерве) издвојену на посебном рачуну код централне банке и када такви резервни облици активе не доносе било какав принос (камату), онда то изазива повећање трошкова банака који су везани за банкарске операције прикупљања слободних новчаних средстава (депозита) од небанкарских трансактора у макросистему. Терет некамотосне или нискокаматосне обавезне резерве банке и друге финансијске 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.³¹

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

³¹ Милутин Ћировић, Монетарна економија, Београд, European Centre for Peace and Development University for Peace, 1987, стр. 305

што износи каматна стопа за остале облике банчине активе која је детерминисана тржишним односима понуде и тражње.

3.3.5. 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 дохода 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 понашањем 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 периоду, посебно када други инструменти монетарног регулисања не показују већу ефикасност.³²

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.³³

3.4. Есконтна (дисконтна) стопа као инструмент монетарне политике

3.4.1. 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.

³² Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 496

³³ Др М. Тиоровић и др Милан Шојић, Есконтна стопа и монетарне регулација, Финансије, бр. 1-2, 1993, стр. 52-61.

Централна банка обавља контролу рада новчаног тржишта путем дисконтне стопе и операција 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, овим инструментима централна банка утиче на формирање каматних стопа на финансијском тржишту, као и на одржавање економских мотива холдера 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.³⁴

Есконтна (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 клијентима. Регилисањем 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

³⁴ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 501

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 изети кредити враћају, (да се инвестициони планови одлажу). 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 банкарски у развијеним земљама 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 испрљивању 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, вођећи 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.

3.4.2. 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 разматра 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:

$$1. \quad M = m \times B$$

Укупна количина новца у оптицају (у номиналном изразу) одређена је производом примарног новца (монетарне базе) – B 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 резерве 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 означаћемо 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:

$$2. M = m \times (ПР + НПР + Г)$$

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.³⁵

3.4.2.1. 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 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

³⁵ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 505

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 других извора.

Кредити централне банке показују се као једна од могућности коју банкарске институције користе да би извршиле своја биласна 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:

$$ПР = a (i_t + i_d), a > 0$$

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.³⁶

Централна банка не успева да променом дисконтне 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

³⁶ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 508

користе и друге мере које се свде на систем диференцираних каматних стопа на своје кредите и лимитирање активних каматних стопа банака.

3.4.2.2. Други део теорије дисконтне стопе

Други део дисконтне стопе (алтернативна теорија дисконтне стопе централне банке) везан је за ефекат промене дисконтне стопе на ниво и структуру каматних стопа у земљи и на ниво привредне активности и платни биланс. Предпоставља 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.

3.4.3. 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 тржишту. Само смањење есконтне стопе, односно појевфећене 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 индикатор промена у монетарној политици у правцу рестриктивности или експанзивности.

Есконтна политика мора бити вођена у уској координацији са осталим сегментима макроекономске регулације, а пре свега инструментима политике тржишта и цена, политике доходака, фискалне политике, спољнотрговинске политике, политике девизних и робних резерви, политике реесконта и 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 (уз минималне промене када до њих мора да дође).

3.5. Операције на отвореном тржишту

3.5.1. Финансијско тржиште и хартије од вредности

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.³⁷

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 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,

³⁷ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 517

- Значаја и улоге каматне стопе,
- Развоја и врста краткорочних хартија од вредности,
- Стање биланса плаћања,
- Учешће централне банке на тржишту новца,
- Степен задужености националне привреде,
- Стање 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.

3.5.2. Механизам операција на отвореном тржишту

Политика отвореног тржишта и данас представља један од сложенијих и ефикаснијих инструмената у финансијски 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.

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.

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.³⁸

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.

3.6. 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

³⁸ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 530

интервалима током године, када долази до сезонске експанзије у тражњи новчаних средстава економских субјеката, која је изазвана сезонском експанзијом у реалним токовима привредне активности),

- 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),

- спровођење 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.

Лимитирање 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 поуну 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.³⁹

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

³⁹ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 551

хартије од вредности, краткорочна потраживања од других банака и укупна пасива. Показало се да тако дефинисан обавезан коефицијент ликвидности за банке не делује 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 – успостављање 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.

4. Субјекти монетарно кредитне политике

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 (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.⁴⁰

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 клијентима, што значи, да без одлагања извршава све налоге својих комитената на терет средстава која клијенти држе на рачунима код те пословне банке. У појам ликвидности спада и способност банке да одмах стави на

⁴⁰ Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 62

располагање клијентима она средства која им је одобрила у виду кредита, јер треба имати на уму да је клијент слободан у располагању тим средствима, што значи да средства која добије путем кредита може употребити за плаћање како клијентима који имају свој рачун код те пословне банке, исто тако и клијентима који имају свој рачун код те пословне банке, исто тако и клијентима 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 ликвидност платног промета 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.⁴¹

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.⁴²

⁴¹ Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 62

⁴² Бараћ С., Стакић Б., Хацић М., Иваниш М., Практикум за банкарство, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007., стр. 62

IV ГЛАВА

Инфлација

1. Инфлација

1.1. Квантитативна теорија инфлације

У економској теорији 19. и почетком 20. века проблем инфлације имао је другоразредно значење. Стална равнотежа Leona Walrasa и 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 Leona Walrasa, однос између новца и роба не изражава ништа друго осим обичне размере.⁴³

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 произода.

Класична теорија, везујући новчани оптицај за злато, чврсто стоји на позицијама квантитативне теорије новца. Позната Fisherova 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.

⁴³ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 249

1.2. Теорија инфлације ефективне тражње

Сваки пораст новчане масе, по Miltonu Friedmanu, који прелази темпо раста националног дохода, кроз извесно време доводи до општег раста цена. Пораст цена, према квантитативној теорији новца, резултат је експанзионе монетарне политике. 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 потребна 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.⁴⁴

1.3. Кејнзијанска 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 новчано дохотка изнад расположивих робних фондова одређује и стопу раста цена.

Према Keynesu под инфлацијом се подразумева 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. Кејнес 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 Keynesa

⁴⁴ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 251

да из своје анализе искључи деловање цена и све односе макроагрегата изрази у – јединици трошкова плата.

Мана 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 производње. 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.

1.4. Теорија инфлације трошкова

Теорија инфлације трошкова настала је 1950-их година и добила све више присталица, паралелно са развојем инфлације. Ова 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 зог порста трошкова производње. Инфлација трошкова може настати и када постоји потпуна равнотежа између понуде роних фондова и новчане тражње.

Инфлација трошкова може настати порастом плата и профита у условима непотпуне конкуренције. У савременој 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.

1.5. 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 претходна два типа: инфлацији тражње и инфлацији трошкова.⁴⁵

2. Инфлаторни процес и инфлаторни механизам

2.1. 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.

2.2. 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

⁴⁵ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 258

се води експанзивна политика јавних расхода и ствара висок буџетски дефицит који се покрива 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 арбитарно. Исто тако, арбитарно се одређују цене, плате, приходи државе и др. Овом мером се одједном постиже унутрашња монетарна стабилизација на изабраном нивоу цена.

3. Инфлација и индексација

Процес сталног раста цена и прерастање средње инфлације у хиперинфлацију доводи до бројних негативних ефеката 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.

4. Инфлација, платни биланс и девизни курс

4.1. 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.⁴⁶

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.

4.2. Инфлација и девизни курс

Деловање инфлације на девизни курс зависи од следећих фактора:

- диспаритета и динамике домаћих цена на иностраним тржиштима,
- кретање трошкова пословања у привреди,
- монетарна експанзија или рестрикције у земљи,
- инфлаторних очекивања,
- психолошки фактори у погледу очекиваних промена девизног курса,
- кретање девизних курсева на иностраним тржиштима,
- одлука владе и мера макроекономске политике других држава, којима штете или девалвирају властите валуте,

⁴⁶ Живковић А., Кожетинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 269

- могућност пласмана домаћег новца у друге облике профитносноне и сигурне активе у условима инфлације,
- поверења у мере владе и економске политике у земљи у односу на инфлацију и девизни курс.⁴⁷

Девизни курс се одређује методом паритета куповних снага.⁴⁸ 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.

4.3. 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 подстиче 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.

⁴⁷ Живковић А., Кожегинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 270

⁴⁸ Живковић А., Кожегинац Г., Монетарна економија, Економски факултет, Београд, 2005., стр. 270

4.4. Ревалвација националне валуте

Ревалвација 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.

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

5. Стабилност цена као главни циљ монетарне политике

5.1. 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.

5.2. 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 подстицање штедње инфлације није само јако неправична већ и веома неделотворна. Отицање укупне принудне штедње у потрошњу добитника од инфлације изузетно је високо.

5.3. Стабилност цена и финансијска актива

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. Клима ценовне стабилности подстаћи ће даље усавршавање финансијског система земље, већу акумулацију капитала и појачану институционализацију штедње.

Различити облици финансијске активе и њихова тржишта играју важну улогу у подстицању и мобилизацији штедње привредних субјеката.

V ГЛАВА

Истраживање

1. Анализа монетарно – кредитне политике

Народне банке Србије у 2003. години

Основни циљеви монетарне политике за 2003. годину нису се битније разликовали у односу на две претходне године. Као најзначајнији циљ задржано је даље успоравање стопе инфлације и очување макроекономске стабилности. Међутим, полазећи од оцене да ће се у 2003. години знатније успорити раст тражње за новцем и да је, у постојећим условима, ремонетизација у привреди у највећој мери завршена, стопе раста основних монетарних агрегата су утврђене на знатно нижем нивоу и углавном су биле усклађене са растом номиналног друштвеног производа. Са тог аспекта, у 2003. години вођена је чврста монетарна политика.

На основу предузетих мера монетарне политике, као и других макроекономских мера, инфлација у Републици Србији је у 2003. години даље успорена и очувана је стабилност финансијског система. Чврстом монетарном политиком и интервенцијама Народне банке Србије на отвореном тржишту новца и краткорочних хартија од вредности, као и интервенцијама на домаћем девизном тржишту, инфлација је сведена на најнижи ниво у последњих десет година и износила је 7,8%, мерено децембар на децембар. Базна (core) инфлација је истовремено била знатно нижа од укупне инфлације и износила је 5,4% за производе и услуге чије се цене формирају према тржишним условима.⁴⁹

1.1. Кретање основних монетарних агрегата

у 2003. години

Примарни новац - Укупан примарни новац је у 2003. години повећан за око 14%. Највећи део тог повећања односи се на девизне депозите банака код Народне

⁴⁹ www.nbs.rs – годишњи извештај 2003., стр 30.

банке Србије, док је динарски примарни новац минимално повећан. Смањен је готов новац у оптицају, док су банкарске динарске резерве повећане. Анализа токова креирања примарног новца показује да је код нето односа Народне банке Србије са иностранством остварено знатније повећање, углавном по основу раста девизних резерви, које су делом повећане захваљујући кредитима од Међународног монетарног фонда, али уз неутралан ефекат на нето инострану активу.

Дражава је у току 2003. године остварила знатна девизна средства из процеса приватизације и девизе положила на рачун код Народне банке Србије, што се одразило на повећање нето потраживања од иностранства.

Нето домаћа актива Народне банке Србије је у 2003. години знатније смањена, али се готово половина тог смањења односи на пораст девизних депозита државе код Народне банке Србије. Део смањења нето домаће активе Народне банке Србије, па и примарног новца настао је по основу смањења кредита Народне банке Србије држави и другим секторима и смањења нето задужења банака код Народне банке.

Динарски примарни новац у 2003. години је минимално повећан, с тим се може закључити да је Народна банка у тој години, у условима повећања монетарног мултипликатора, водила врло чврсту монетарну политику, како би остварила основне циљеве монетарне политике, пре свега у области цена и девизног курса.

Новчана маса М1 – Новчана маса М1 је током 2003. године наставила тенденцију раста, мада је она, у складу са умеренијим растом тражње за новцем, била знатно мања него у предходним годинама. Пораст М1 је износио 11.216 милиона динара, или 11,9% у односу на крај 2002. године, и крајем децембра је достигао износ од 105.212 милиона динара, односно 1.540 милиона евра рачунато по курсу с краја 2003. године. Реално посматрано дефлационирано растом цена на мало, М1 је био већи за 3,8% него у 2002. години – 40,5%.

Покривеност новчане масе девизним резервама Народне банке Србије ја на крају године износила 184,4% и у односу на крај 2002. године је знатније повећана, с обзиром на то да је раст девизних резерви био бржи од раста М1.

Смањено је учешће готовог новца у укупној новчаној маси, са 46,5% на крају 2002. године на 40,8% на крају 2003.

Код привреде је забележен највећи раст новца и то 9.195 милиона динара или 28,1%.

Новчана маса М2 – Новчани агрегат М2, који поред М1 обухвата орочене и друге динарске депозите и хартије од вредности, у 2003. години је повећан за 13.663 милиона динара, или 12,3%, и крајем године је износио 124.824 милиона динара.

Нешто већа стопа раста монетарног агрегата М2 у односу на М1 резултат је већег раста штедних и орочених динарских депозита код пословне банке.

Новчана маса М3 – Новчана маса М3 крајем 2003. године износила је 244.811 милиона динара, што представља повећање за 52.213 милион динара или 27,1% у односу на децембар 2002. године. Знатно већа стопа раста М3 у односи на М2 и М1 резултат је високог раста девизних депозита код пословних банака, пре свега девизне штедње грађана и мало утицаја је имало и промене курса динара.

У оквиру М3 највећи номинални раст имао је сектор становништва. Новчана средства тог сектора повећана су за 25.032 или 24,8% у односу на децембар 2002. године, захваљујући пре свега повећању нове девизне штедње, док је привреда забележила раст од 24.219 милиона динара, или 31,7%. У структури М3, учешће М1 је на крају године износило 43,0%, учешће орочени динарских депозита 8,0%, а учешће девизних депозита 49,0%. Степен покривености М3 девизним резервама Народне банке Србије је крајем 2003. године износио 79,2%, крајем 2002. године било је 69,8%.

1.2. Токови креирања новчане масе у 2003. години

На раст новчане масе М1 у 2003. годуни највише су се одразили раст динарских пласмана банака привреде и становништва, трошење девизних депозита државе који потичу из процеса приватизације, а када је реч о М3 и висок раст девизних депозита код банака.

Нето домаћа актива банкарског сектора повећана је за 14.582 милиона динара. При том су нето потраживања од државе смањена за 10.187 милиона динара, док су кредити банкарског сектора, углавном у привреди и становништву, повећани. Банке су купиле обвезнице државе емитоване по основу старе девизне штедње и креирале новац у износу од 3.308 милиона динара.

Кредити привреди и становништву повећани су за 16.124 милиона динара. Али, њихов стварни раст и креирање новца по том основу били су знатно већи, будући да су кредити знатније умањени по основу исправки вредности пласмана. Наиме, према новом Контном оквиру за банке, уз примену Међународних рачуноводствених стандарда на крају 2003. године, банке су на терет раније обезбеђених резервисања у пасиви извршиле исправку вредности пласмана и на тај начин у нето износу знатније смањиле своја потраживања по кредитима. Динарски кредити банака привреди су у нето износу повећани за 17.379 милиона динара, а када се искључе исправке, њихово повећање износи 29.799 милиона динара. Ако се томе дода пораст кредита становништву у износу од 12.623 милиона динара, онда је стварни раст укупних динарских кредита привреди и становништву повећан за 42.422 милиона динара, или 48,0%. Девизни кредити привреди су у нето износу смањени за 13.951 милион динара, и то пре свега по основу исправке вредности, која је била знатно већа.

По основу остале нето активе банкарског сектора исказано је креирање новца у износу од 5.337 милиона динара, али је оно првенствено резултат смањења резервисања у пасиви, на терет којих је извршена исправка вредности кредита и покривени знатнији губици банака.

1.3. Рад Народне банке Србије у 2003. години

Мерама монетарне политике предузетим у 2003. години, Народна банка Србије је допринела остваривању кључних циљева економске политике, пре свега нижој стопи инфлације од пројектоване, која је у прошлој години износила 7,8% уместо планираних 9%. Одржана је стабилност девизног тржишта и курса динара, нето откуп по мењачким пословима износио је готово 1,2 милиона евра, остварено је знатно повећање девизне и динарске штедње, покренут је процес приватизације банака, а започет је и пројекат развоја националне платне картице Dina Card, која би до краја ове године требало да "освоји" милион корисника.

Почетком јануара 2003. године окончан је и један од највећих финансијских пројеката, када је платни промет из Завода за обрачун и плаћања успешно пренет на пословне банке, а започео је са радом РТГС и клиринг систем Народне банке Србије.

Подсредством тог система реализовано је 104 милиона налога (или просечно 343.289 налога дневно), а за тај посао Народна банка Србије је добила највише оцено међународних институција, пре свега Међународног монетарног фонда.

Током 2003. године настављен је развој система контроле банака. Тежиште те контроле је са законитости пословања банака преусмерено на ризике којима су банке изложене, односно на систем управљања тим ризицима и на благовремено предузимање коректних мера.

Повлачење депозита државе из пословних банака у Народну банку Србије допринело је да се повећа контрола централне банке над новчаним токовима. То је опет знатно допринело макроекономској стабилности, будући да је на тај начин стерилисан значајан део новца по основу прилива страног капитала у тој години.⁵⁰

1.4. Планови Народне банке Србије за 2004. годину

Монетарна политика у 2004. години била је превасходно усмерена ка остваривању основног циља – стбилности цена. Због повољних резултата на подручју дезинфлације, као и очекиваних стања на тржишту односа цена, понуде и потражње кретања у првом тромесечју 2004. године, Народна банка Србије је снизила есконтну стопу и она сада износи 8,5%. Било је предвиђено да стопа инфлације у 2004. години не пређе 8,5% на годишњем нивоу. Истовремено, Народна банка Србије би имала активну улогу у креирању системских и регулаторних решења која би омогућила јачање конкуренције и повећање ефикасности финансијског посредовања у банкарском систему.

Народна банка Србије је оценила да се услови у којима се спроводи монетарна политика у 2004. години неће битније променити и да је потребно да она и даље остане чврста, како би се могли остварити утврђени циљеви за ову годину. Предвиђен је релативно умерен раст основних монетарних агрегата, чије стопе раста би требало да буду нешто веће од стопе раста номиналног друштвеног производа. Ради остваривања квантитативних задатака монетарне политике, Народна банка Србије би наставила да јача и унапређује тржишне инструменте монетарног регулисања, који треба да допринесу развоју финансијског тржишта. За 2004. годину

⁵⁰ www.nbs.rs – годишњи извештај 2003., стр 6

предвиђено је јачање операција на отвореном тржишту хартија од вредности, пре свих кроз репо операције са државним хартијама од вредности и унапређење операција на девизном тржишту у правцу даље либерализације, смањење сегментираности и јачања интегрисаности тог тржишта. То би за резултат имало релативно смањење директних интервенција Народне банке Србије и повећање учешћа банака у обављању трансакција на девизном тржишту. У 2004. години неопходно је створити и институционални механизам за осигурање депозита.

Након утврђивања прописаног капиталног цензуса, који су банке биле обавезне да испуне до краја прошле године, у 2004. години Народна банка Србије би се посебно ангажовала на пуној примени "CAMEL" система рангирања банака, уз израду система раног упозорења и реаговања на утврђене ризике у банкарском сектору.

Народна банка Србије је у 2004. години наставила рад на повећању транспарентности банкарског сектора и, у складу с тим опредељењем, објавила је први извештај о власничкој структури, као и о билансу стања и успеха банака за 2003. годину. Према новом Закону о осигурању, Народна банка Србије је преузела и надзор над обављањем делатности осигурања, чиме је направљен први корак на интегрисаној супервизији у финансијском систему.

У 2004. години Народна банка Србије је планирала издавање нове новчанице од 500 динара, којом би допунила садашњу апоенстку структуру новца, а уз њено издавање Завод за израду новчаница и кованог новца биће ангажован и на изради нових акцизних маркица, развоју нових пасоша и Центра за персонализацију. Поводом 200 – годишњице Првог српског устанка и 120 – годишњице Народне банке Србије припремљена је посебна колекција пригодног кованог новца.

1.5. Преглед анализе монетарно – кредитне политике

у 2003. година

- У 2003. години Примарни новац је повећан за 14,0%. Највећи део повећања односи се на девизне депозите банака код Народне банке Србије, док је динарски примарни новац минимално повећан.

- Новчана маса М1 крајем 2003. године износила је 105.212 милиона динара и била је већа за 11,9% у доносу на 2002. Готов новац у оптицају је смањен, док је девизни новац повећан, тако да је смањено учешће готовог новца у укупној новчаној маси.

- Новчана маса М2 крајем 2003. године износила је 124.824 милиона динара. И била је већа за 12,3% у доносу на 2002. годину. Резултат већег раста штедних и орочених динарских депозита код пословних банака.

- Новчана маса М3 крајем 2003. године износила је 244.811 милиона динара. И била је већа у односу на 2002. за 27,1%. Резултат је високог раста девизних депозита код пословних банака, пре свега девизне штедње грађана.

- Инфлација - Чврстом монетарном политиком и интервенцијама Народне банке Србије на отвореном тржишту новца и краткорочних хартија од вредности, као и интервенцијама на домаћем девизном тржишту, инфлација је сведена на најнижи ниво у последњих десет година и износила је 7,8%, мерено децембар на децембар.

2. Анализа монетарно – кредитне политике

Народне банке Србије у 2004. години

Основни циљ монетарне политике за 2004. годину био је одржавање стопе инфлације на 8,5%, а додатни циљеви одржавање стабилности финансијског система и повећање нето девизних резерви. Да би се ти циљеви остварили, предвиђено је да основни монетарни агрегати имају релативно умерен раст, са стопама раста нешто већим од стопе раста номиналног друштвеног производа. Било је предвиђено да Народна банка Србије настави са јачањем и унапређењем тржишних инструмената монетарног регулисања, пре свега операција на отвореном тржишту са државним хартијама од вредности.

Главне карактеристике економског окружења у 2004. години биле су: раст бруто друштвеног производа (изнад очекиваног), повећање дефицита текућег платног биланса, знатније побољшање фискалне позиције, које се манифестовало у смањењу буџетског дефицита, али и убрзање инфлације. Остварена годишња стопа инфлација била је изнад пројектоване и износила је 13,7%. Расту инфлације

допринео је скок цена нафте и примарних производа на светском тржишту, кориговање наслеђених диспаритета цена енергената и јавних услуга и појачана реална тражња. Базна (core) инфлација била је нижа од укупне инфлације и износила је 11,5% за производе и услуге чије се цене формирају према тржишним условима.

Имајући у виду кретање динарских монетарних агрегата, могло би се закључити да је монетарне политика у 2004. години била умерено рестриктивна, будући да је динарски примарни новац повећан за 10%, а новчана маса М1 за 12%. Банке су се знатније задуживале у иностранству и тако добијене девизе, као и део девиза прибављених по основу раста девизних депозита, продавале на девизном тржишту, али, с друге стране, и у већој мери повећале кредите привреди и становништву. Тако су укупни кредити банака непосредним клијентима повећани за 52%, у оквиру чега је раст динарских кредита износио 68%. Динари креирани на тај начин у великој мери су коришћени за куповину девиза за потребе плаћања увоза робе.⁵¹

2.1 Кретање основних монетарних агрегата у 2004. години

Примарни новац – У 2004. години укупан примарни новац повећан је за 28,5%, а динарски примарни новац за око 10%. Реални пораст динарског примарног новца је био негативан имајући у виду годишњу стопу инфлације, мерену индексом цена на мало, од 13,7%. Готов новац у оптицају и банкарске резерве забележили су повећање, с тим што је пораст готовог новца био знатно умеренији. Повећање банкарских резерви резултат је пре свега повећања динарске обавезне резерве банака код Народне банке Србије по основу кориговања стопе обавезне резерве (у августу 2004) са 18% на 21%, код су слободне резерве банака задржане на нивоу од краја 2003. године. У оквиру укупног примарног новца, депозити локалне самоуправе су готово угростучени, а пораст девизних депозита банака код Народне банке резултат је повећаног издвајања банака по основу девизне штедње и девизне обавезне резерве.

⁵¹ www.nbs.rs – годишњи извештај 2004., стр 38

Нето потраживања од државе повећана су у мањој мери, делом по основу корекције исправки кредита и преузимања дуга јавног предузећа "Електропривреда Србије" према Народној банци Србије од стране државе по посебном закону, а делом по основу смањења девизних депозита државе код Народне банке Србије.

Почетак спровођења репо операција, и апсорбовање дела ликвидних средстава из банкарског сектора могао би као инструмент монетарне политике у наредном периоду одиграти значајну улогу у остваривању основних циљева монетарне политике.

Новчана маса М1 – Новчана маса М1 је у 2004. години повећана за 11,7%, према повећању од 6,1% у 2003. години. Раст М1 је и у 2004. години био у знатној мери опредељен кретањима трансакционих депозита органа локалне самоуправе, у 2003. години знатније смањених, а у 2004. години повећаних. Ако се М1 посматра без органа локалне самоуправе, онда је његов раст био умеренији него у предходној години и износио је 8,0% (у 2003. години 10,8%). Забележен је такође раст готовог новца у оптицају, насупрот смањењу у 2003. години, тако да су новчана средства становништва у целини имала већу стопу раста него у 2003. години. Трансакциони депозити привреде имали су знатно умеренију стопу раста него у 2003. години. (28% у 2003. години и 11% у 2004. години).

Учешће готовог новца у М1 је смањено са 43,2% у 2003. години на 40,6% у 2004. години, док је учешће депозита по виђењу повећано.

Покривеност М1 девизним резервама Народне банке Србије у 2004. години је повећана и на крају године је износила 211,1% према 194,9% на крају 2003. године.

Новчана маса М2 – Новчана маса М2, која поред М1 обухвата динарске штедне и орочене депозите код банака, повећан је за 17,4%, што је било изнад стопе раста М1, али и изнад стопе раста М2 у 2003. години. Бржи раст М2 је у највећој мери последица раста орочених депозита привреде и органа локалне самоуправе, док су штедни депозити становништва смањени. Када је реч о привреди, могло би се закључити да се у том сектору у 2004. години рационалније поступало са новчаним средствима. Ако се динарска новчана средства привреде посматрају у целини, онда је остварена стопа раста слична као у 2003. години (око 23,0%). Део новчаних средстава М1, за која је оцењено да су за одређени период слободна, трансферисан је у орочене депозите на које се могла остварити већа камата, тако да су новчана

средства у оквиру М1 имала мању стопу раста у поређењу са ороченим динарским средствима.

Новчана маса М3 – Најшири новчани агрегат, М3, у 2004. години је забележио релативно високу стопу раста, тј., 31,9% према 27,9% у 2003. години, пре свега захваљујући високом расту девизних депозита, који су номинално повећани за 47,1%, а реално, прерачунато у евре, за 27,4%. У оквиру девизних депозита, знатно већа стопа раста забележена је код девизне штедње становништва, за 59,0%, мада је и раст девизних депозита привреде био релативно висок, 30,0%.

Структура М3 – настављена је тенденција смањења учешћа М1 и повећања учешћа девизних депозита, а делом и динарских орочених депозита. Учешће М1 је са 40,7% у 2003. години смањено на 34,4% у 2004. години, док је учешће девизних орочених депозита повећано са 49,0% на 54,6%, а учешће динарских орочених са 10,3% на 11,0%.

Степен покривености М3 девизним резервама Народне банке Србије смањен је са 79,2%, на крају 2003. године, на 76,1% на крају 2004. године.

2.2. Токови креирања новчане масе у 2004. години

Новчани агрегат М3 је у 2004. години у целини креиран путем нето домаће активе банкарског сектора, док је по основу нето односа са иностранством забележено мање повлачење новца. У првој половини године основни ток креирања новца била је нето домаћа актива банака, док је нето инострана актива, изражено по текућем курсу, утицала у правцу повлачења новца. После константног смањења нето иностране активе банака у првом полугођу, у августу је она почела да се повећава, чему је највећој мери допринело повећање девизних резерви Народне банке Србије, тако да су у другој половини године на раст М3 утицала оба основна тока (нето домаћа и нето инострана актива банака). Анализирањем се показало да је из нето односа Народне банке Србије са иностранством остварен знатан раст, будући да су девизне резерве Народне банке Србије у 2004. години повећани за 695 милиона долара и да су утицале на креирање новца. Пословне банке, нарочито оне са већинским страним капиталом, крајем године су користиле кредите, али и добијале депозите од својих матичних банака, и највећи део девиза прибављених по том

основу су продале, па је забележен минимални раст њихових девизних резерви, док су обавезе према иностранству повећане.

Нето домаћа актива банкарског сектора повећана је за 78,8 милијарди динара, што је готово идентично повећању МЗ. На таква кретања утицало је повећање кредита банака клијентима, првенствено привреди и становништву, али и пораст нето потраживања од државе. Банке су у 2004. години куповале обвезнице државе емитоване по основу старе девизне штедње и на тај начин креирале новац у висини од 3,3 милијарде динара.

Кредити банака клијентима већи су за 51,6% у односу на крај предходне године. Готово целокупни пораст, преко 89 милијарди динара забележен је код кредита привреди и становништву. На крају године банке су евидентирале око 16 милијарди динара доспелих кредита, што је за 4,6 милијарди динара више него на крају 2003. године и готово цео износ се односи на привреду. Истовремено, банке су у целини извршиле исправке вредности тих потраживања.

Девизни кредити одобрени привреди повећани су за око 6 милијарди динара у односу на 2003. годину. Ту је реч углавном о старим кредитима, највећим делом према Париском и Лондонском клубу поверилаца, али су евидентирани и новоодобрени кредити. Учешће девизних кредита у укупним кредитима клијентима на крају године износило је 21,7%. Процењује се да су индексирани кредити у 2004. години чинили око 57,0% динарских кредита датих клијентима.

Кредити становништву повећани су за 35,8 милијарди динара, или чак за 125% у поређењу са 2003. годином. Повећање кредита за стамбену изградњу износило је нешто преко 5 милијарди динара. Виском пораст забележен је такође код прекорачења по жиро и текућим рачунима становништва – преко 2,5 милијарди динара, што је наметнуло потребу да се предузму мере с циљем ограничења употребе чекова грађана.

Повлачење преко 23 милијарде динара остварено је путем токова остале нето домаће активе банака. Таквим кретањима допринео је знатан раст капитала код пословних банака и обрачун ефеката ревалоризације код Народне банке Србије.

2.3. Рад Народне банке Србије у 2004. години

Један од кључних задатака током 2004. године обављен је успешним обнављањем програма са Међународним монетарним фондом о спровођењу актуелног трогодишњег финансијског аранжмана. Одбор директора Међународног монетарног фонда је у јуну 2004. године, после десет месеци, окончао треће разматрање спровођења економског програма и одобрио повлачење две кредитне транше у укупном износу од око 147 милиона долара, док је четврто разматрање, у децембру, завршено такође позитивном оценом и повлачењем још једне транше у износу од око 92 милиона долара. У јулу је постигнут и споразум о реструктурирању дуга према повериоцима Лондонског клуба, у чему је Народна банка Србије имала кључну улогу. Споразумом је одобрен отпис око 62% нето садашње вредности дуга и замена преосталог дуга Републике Србије за обвезнице које ће бити издате у укупном износу од 1.080 милиона долара, са чиме се до сада сагласило 95% поверилаца Лондонског клуба. Захваљујући успешном реализовању споразума са Међународним монетарним фондом и договора са Лондонским клубом, као и добијању међународног кредита рејтинга земље (Б+ од Standard and Poor's - а), Србија се у прошлој години вратила на међународно финансијско тржиште. Уз то, удео спољног дуга земље у бруто домаћем производу, упркос релативно високом нето износу коришћених средњорочних и дугорочних кредита и депресијацији долара у односу на евро, смањен је у 2004. години управо захваљујући отпису дуга према Лондонском клубу поверилаца.

Главне карактеристике економског окружења у 2004. години биле су веће од очекиваног, раст бруто друштвеног производа од 7,5%, али и повећање дефицита текућег платног биланса и инфлације, чија је годишња стопа од 13,7% премашила планирану. Расту инфлације највише је допринео скок цена нафте и примарних производа на светском тржишту, кориговање диспаритета цена енергената и јавних услуга, као и раст реалне тражње. На естерне факторе инфлације Народна банка Србије није могла да утиче. Што се домаће тражње тиче, умерено рестриктивна монетарна политика која је вођена у 2004. години није могла да има пуне ефекте у условима превисоке укупне јавне потрошње. И поред смањења првобитно пројектованог фискалног дефицита, консолидовани јавни приходи у прошлој години учествовали су са 47,4% у бруто домаћем производу.

Девизне резерве Народне банке Србије на дан 31. децембар 2004. године износиле су 4.244,7 милиона долара, што представља повећање од 694,6 милиона долара или 19,6%. Такав раст потврђује изразиту стабилност девизних резерви Народне банке Србије као основе за вођење политике стабилног курса динара. У прошлој години Народна банка Србије је наставила са политиком руковођено флукутирајућег курса динара, имајући у виду остварење свог примарног циља – ниске и стабилне стопе инфлације, као и средњорочно одрживе платно – билансне позиције земље. Динар је у 2004. години реално депресирао према еврџ за 3,8%, што је представљано подршку извоза Србије на тржиште Европске уније, али је истовремено потврђено и да главни проблеми српског извоза нису везани за курс и ценовну конкурентност, већ за друге неценовне факторе. То уједно значи да виша стопа депресијације курса динара према еврџ од остварене у 2004. године не би допринела значајнијем и трајнијем повећању извоза, али би зато проузроковала пораст инфлације.

На крају 2004. године у банкарском сектору Србије пословале су 43 банке – 11 у већинском власништву страних акционара, 18 са претежно приватним капиталом и 14 у већинском власништву Републике Србије. Депозитни потенцијал банака је у 2004. години повећан за више од 90 милијарди динара, или 40,3%, а банке су кредитну активност повећале за 114.271 милиона динара, или 47,1%, усмеривши своје пласмане пре свега ка привреди и становништву.

Активности Сектора контроле Народне банке у 2004. години биле су оријентисане на структурну примену законитости у власничкој трансформацији банака и на спречавање њихове сумљиве докапитализације. У циљу веће транспарентности и утврђивања стварног власништва над банкама, извршена је детаљна анализа акционарске структуре свих банака, како би се идентификовали крајњи власници – физичка лица. Током године, знатно је унапређена база података, као и начин извештавања банака, а у оквиру бонитетне контроле банака почео је да се развија метод ране процене ризика. Народна банка је у 2004. години једној банци одузела дозволу за рад и донела решење о њеној ликвидности, а према двома банака решење о испуњењу услова за отварање стечајног поступка. Са свим тим активностима Народна банка се припремила за наставак реструктурирања банкарског сектора, који ће кроз приватизацију, налажење стратешких партнера, укрупњавање и докапитализацију обележити ову годину.

Народна банка Србије је на сопственом примеру показала како треба да се спроводи неопходна рационализација у државним институцијама. На крају прошле године у радном односу у Народној банци било је 4.081 запослени, што значи да је током 2004. године број запослених смањен за 1.268 или 23,7%. То смањење извршено је првенствено на основу споразумног престанка радног односа између запослених и Народне банке Србије, што је подразумевало и исплату одговарајућих отпремнина. Управо захваљујући томе, Народна банка Србије је успела да, поред повећања просечне плате, масу зарада у овој години задржи на истом нивоу као и у 2004. години, иако су се њене надлежности знатно прошириле.

2.4. Планови Народне банке Србије за 2005. годину

Монетарна политика би у 2005. години била усмерена пре свега ка остваривању основног циља – смањење инфлације и њеног одржавања на нивоу између 9% и 10%. Мере монетарне политике предизимаће се ради сузбијања инфлаторних притисака, услед очекиваног настанка раста цена под државном контролом, као и ефеката увођења пореза на додату вредност.

У 2005. години планирано је успоравање стопа раста основних монетарних и кредитних агрегата, пре свега примарног новца, новчане масе М1 и кредита банака непосредним клијентима. Мере монетарне политике биће посебно усмерене на успоравање кредитне активности банака, с обзиром на то да је раст кредита у 2004. години био изузетно висок и да је у знатној мери био базиран на пораст извора средстава по основу задуживања у иностранству.

Народна банка Србије је планирала да повећа стопу обавезне резерве банака на девизне депозите и кредите и депозите из иностранства, а да смањи стопу обавезне резерве на динарске депозите.

Народна банка Србије планирала је да у току 2005. године настави са развојем и јачањем индиректних монетарних инструмената с циљем регулисања монетарних кретања и одржавања ликвидности банкарског сектора у пројектованим оквирима. Планира се увођење репо операције и стварање институционалних предуслова за развој репо тржишта, што би омогућило апсорбовање вишка

ликвидних средстава из банкарског сектора и утицало на стабилизацију курса динара.

Планирано је увођење нове кредитне линије – ломбардног кредита, с циљем да се употпуне инструменти монетарне политике за одржавање ликвидности банака. Имајући у виду да је током 2004. године била у функцији само једна кредитна линија за одржавање дневне ликвидности банака, тзв. кредитне олакшице, увођење ломбардног кредита представљало би, по формално – правној и техничко – технолошкој структури, логички наставак постојеће. Модел ломбардног кредита био би компатибилан са постојећим моделом кредитних олакшица, с обзиром на то да ви основ за коришћење обе врсте кредита био залога истих хартија од вредности, а банке би могле да их комбиновано користе како у току месеца, тако и у току дана.

Планирано је увођење још једне кредитне линије за одржавање ликвидности банака – интерветног кредита. Ова кредитна линија имала би *ad hoc* карактер, тј., интервентни кредит би био ванредни кредит, а Народна банка Србије би га одобравала када се процени да нека банка, у одређеном периоду, не може да обезбеди ликвидност у датим тржишним околностима.

2.5. Преглед анализе монетарно – кредитне политике у 2004. година

У 2004. години Примарни новац је повећан за 28,5%. Готов новац у оптицају и банкарске резерве забележили су повећање, с тим што је пораст готовог новца био знатно умеренији.

- Новчана маса М1 крајем 2004. године износила је 111.235 милиона динара. И била је већа за 11,7% у односу на 2003. годину. Био је у знатној мери опредељен кретањима трансакционих депозита органа локалне самоуправе. Забележен је и раст готовог новца у оптицају.

- Новчана маса М2 крајем 2004. године износила је 146.584 милиона динара. И била је већа за 17,4%. То последица раста орочених депозита привреде и органа локалне самоуправе, док су штедни депозити становништва смањени.

- Новчана маса МЗ крајем 2004. године износила је 323.082 милиона динара. И била је већа за 31,9%. Захваљујући високом расту девизних депозита (девизна штедња грађана, девизна депозита привреди).

- Инфлација - Остварена годишња стопа инфлација била је изнад пројектоване и износила је 13,7%. Расту инфлације допринео је скок цена нафте и примарних производа на светском тржишту, кориговање наслеђених диспаритета цена енергената и јавних услуга и појачана реална тражња.

3. Анализа монетарно – кредитне политике

Народне банке Србије у 2005. години

Основне циљеве монетарне политике у 2005. години су били: смањење стопе инфлације, одржавање стабилности финансијског система и повећање нето девизних резерви представљали. Стопа инфлације у тој години пројектована је у распону 9%-10%, а пораст нето девизних резерви на нивоу од 395 милиона долара. За 2005. годину била је предвиђена рестриктивна монетарна политика, што је подразумевало релативно умерен пораст монетарних агрегата.

Главне карактеристике економског одружења у 2005 години биле су: раст реалног бруто друштвеног производа, дефицит текућег дела платног биланса нижи како у односу на предходну годину, тако и у односу на пројектовани, и знатно побољшање фискалне позиције државе. Захваљујући спровођењу фискалне политике засноване на принципу чврстог буџетског ограничења и увођења пореза на додату вредност, у буџету Републике Србије је остварен суфицит. Годишња стопа инфлације у Србији у 2005. години била је изнад пројектоване и износила је 17,7%. Порасту инфлације допринело је поскупљење основних и других комуналних услуга, увођење пореза на додату вредност, раст цена сирове нафте и електричне енергије, повећање путарине и поскупљење пољопривредних производа. Базна "core" инфлација, за производе и услуге чије се цене формирају према тржишним условима, била је нижа од укупне инфлације и износила је 14,5%.

Раст основних монетарних агрегата је убрзан, што је у знатној мери допринело убрзању стопе инфлације. Повећање динарског примарног новца износило је 22,4%, а новчане масе М2 31,5%. У укупном креирању монетарног раста

истакнут био је ток кредитне активности банака и нето иностране активе. Укупни пласмани банака небанкарском сектору повећани су за 57,1%. Пораст динарског пласмана износио је 72,2%. Појачана кредитна активност банака била је иницирана повећањем задужености банака у иностранству и повећањем девизних депозита. Нето инострана актива банкарског сектора је повећана за преко 61 милијарду динара и по том основу је креирана динарска новчана маса.⁵²

3.1. Кретање основних монетарних агрегата у 2005. години

Примарни новац – Укупан примарни новац у 2005. години растао је знатно брже него у претходној. Његова стопа раста износила је 66,9%, а у 2004. години 28,5%. Динарски примарни новац растао је по стопи од 22,4%. Посматрано у реалном изразу тај пораст износи 4,0%. До повећања издвојене динарске обавезне резерве у оквиру банкарских резерви дошло је и поред тога што је током 2005. године стопа обавезне резерве која се примењује на динарску основицу смањена са 21,0% на 18,0%. Повећање су забележена и слободне резерве банака, које су расле по стопи од преко 30,0%. Знатније повећање девизних депозита банака настало је по основу повећања издвојене девизне обавезне резерве банака код Народне банке Србије. Повећано издвајање последица је деловање два фактора: повећање стопа обавезне резерве (са 21,0% на 38,0%) и проширење девизне основице на коју се обавезна резерва обрачунава, укључивањем у основицу свих кредита из иностранства, као и обавеза по основу нове девизне штедње грађана.

Нето инострана актива у 2005. години забележила је знатније повећање и представља основни ток креирања примарног новца.

Од укупног раста нето иностране активе 44,1% је имало монетарне ефекте.

Нето потраживања од државе осетно су смањена како по основу смањења кредита, тако и по основу повећања укупних депозита државе. Смањење кредита настало је повећањем исправки вредности кредита, а такође и трајном продајом државних хартија од вредности из портфеља Народне банке Србије. У оквиру депозита државе, остварени раст динарских депозита резултат је увођења пореза на додатну вредност и по том основу већег раста прихода државе. Девизни депозити

⁵² www.nbs.rs – годишњи извештај 2005., стр 34

државе расли су по основу кредита које је држава добила из иностранства и по основу кредита које је држава добила из иностранства и по основу средстава од приватизације банака и предузећа.

Нето потраживања од банака знатније су смањена, углавном по основу повећања репо продаје благајничких записа Народне банке Србије и државних хартија од вредности. Репо трансакције централне банке утицале су на повлачење ликвидних средстава из банкарског сектора.

Новчана маса М1 – У 2005. години новчана маса М1 је повећана за 30,3%. То представља знатно већи раст у односу на 2004. годину, када је износио 11,7%. У оквиру новчане масе М1 трансакциони динарски депозити су порасли за 38,1%, а готов новац у оптицају за 18,8%. Секторски распоред новца показује да су у свим секторима остварене високе стопе раста, од око 40,0%, изузев локалне самоуправе, где је раст новца износио 15,9%. Пораст депозита привреде био је знатно већи у поређењу са 2004. годином у којој је било 11,0%, у 2005. години је 39,4%. Учешће готовог новца у оптицају М1 смањено је за 3,6% у односу на крај 2004. године. Покривеност новчане масе М1 девизним резервама Народне банке Србије крајем 2005. године износила је 291,1% и била је већа за 70,0% у односу на 2004. годину.

Новчана маса М2 – Раст новчаног агрегата М2 такође је био већи него у предходној години и износио је 31,5%. У оквиру М2 раст динарских штедних и орочених депозита износио је 35,4%. Знатнији пораст остварен је код орочених депозита привреде – 44,4%. Динарски орочени депозити осталих финансијских институција забележили су раст од 43,0%, а раст орочених депозита локалне самоуправе износио је 24,4%. Најмањи раст је забележен код штедних депозита становништва и износио је 18,4%.

Новчана маса М3 - Најшири монетарни агрегат М3 у 2005. години забележио је стопу раста од 42,1%, пре свега услед изузетно високог раста девизних депозита – 50,9%. Пораст девизних депозита становништва учествује са 89,2% у укупном расту девизних депозита. У структури М3, у односу на 2004. годину, смањено је учешће М1 и динарских штедних и орочених депозита, док је учешће девизних депозита повећано, што указује на повећање степена евроизације. Учешће М1 је са 34,4% у 2004. години смањено на 31,5%, учешће динарских штедних и

орочених депозита је смањено са 10,9% на 10,4%, код је учешће девизних депозита повећано са 54,7% на 58,1%. Покривеност МЗ девизним резервама Народне банке Србије повећана је са 76,1% на крају 2004. године на 91,8% крајем 2005. године. Када се посматра покривеност МЗ укупним девизним резервама банкарског сектора у 2005. години повећан је за 10,6% - са 92,2% на 102,8%.

3.2. Токови креирања новчане масе у 2005. години

Новчани агрегат МЗ у 2005. години креиран је како путем нето домаће, тако и путем нето иностране активе банкарског сектора. Пораст МЗ је износио 41,1%. Допринос нето домаће активе расту МЗ износио је 23,0%, а нето иностране активе 19,1%. Нето инострана актива банкарског сектора повећана је за 61,7 милијарди динара, или 43,0%. Анализа нето иностране активе овог сектора показује да је на рачунима Народне банке Србије у иностранству остварен раст захваљујући повећању девизних резерви Народне банке Србије за 1,6 милијарди долара, од чега 0,9 милијарди потиче од девизних депозита банака код Народне банке Србије. На рачунима пословних банака у иностранству забележено је знатно смањење нето потраживања услед повећања краткорочних и дугорочних обавеза банака према иностранству за 123,0%.

Нето домаћа актива банкарског сектора повећана је за 74,5 милијарди динара – 41,4%. Смањење нето потраживања од државе последица је како повећања динарских и девизних депозита државе код Народне банке Србије, тако и смањења динарских кредита датих држави од стране Народне банке Србије. Банке су током године повећале и куповину обвезница старе девизне штедње и на тај начин додатно креирале новац у износу од 3,8 милијарди динара. Повлачење новца остварено је и преко токова остале нето домаће активе банака, у износу од 41,7 милијарди динара, чему је у највећој мери допринео знатан раст капитала пословних банака.

Укупни кредити банака клијентима повећани су за 150,3 милијарде динара, или 57,1%, у односу на крај 2004. године. Скоро целокупан пораст кредита – 98,2% односи се на кредите привреди и становништву. Динарски кредити банака порасли су за 72,2%. Банке су део доспелих потраживања отписале путем исправки вредности по пласманима, повећаних у односу на предходну годину за 68,5%.

Укупни кредити дати привреди повећани су за 87,1 милијарду динара, или 44,6%, динарски 85,9 милијарди динара, девизни су повећани за 1,3 милијарде динара, или 2,2%.

Знатан део кредита које су банке одобриле у домаћој валути садржи девизну клаузулу, што представља заштиту банака од ризика девизног курса. Крајем године ти кредити учествовали су са око 72,6% у укупним динарским кредитима одобреним клијентима.

Кредити становништву повећани су за 60,5 милијарди динара, или 93,9% у односу на крај 2004. године. У повећању укупних кредита комитената на кредите становништву односи се 40,2%.

3.3. Рад Народне банке Србије у 2005. години

2005. година је била кључна година за наставак процеса транзиције у Србији, за шта су управо 2005. године створене претпоставке успешно вођеним завршним преговорима са представницима Међународног монетарног фонда и трогодишњем финансијском аранжману за продужено финансирање. Одбор извршних директора Фонда је, на основу мера спроведених током 2005. године, у фебруару 2006. године потврдио успешно окончање овог финансијског аранжмана, чиме не само да је омогућен накнадни отпис преосталог дуга повериоцима Париског клуба већ је Србија и пред другим кредиторима у међународним финансијским организацијама, као и пред садашњим и потенцијалним инвеститорима, добила неопходну "легитимацију" да се налази на правом реформском путу.

То је већ половином 2005. године између осталог, резултирало и поправљањем кредитног рејтинга земље, који је према Standard & Poors – у оцењен као ББ-, што је ниво који углавном имају земље у транзицији које су постигле релативну макроекономску стабилност. Чињеницу да садашњи кредитни рејтинг омогућава даље различите облике иностраних улагања у српску привреду потврђује и обим нето страних директних инвестиција у 2005. години од око 1.550 милиона долара, према 966 милиона у 2004. години. Значајан део тих инвестиција односи се и на приватизацију банака и управо прошла година је потврдила колико су активности Народне банке Србије на плану развоја контролне и регулаторне функције у

финансијском сектору допринеле успешности даље власничке трансформације банкарског сектора. У процесу преузимања приватних или приватизовања државних банака купци су били првокласни стратешки инвеститори, спремни да за улазак на српско банкарско тржиште често плате вишеструко већу цену од њихове књиговодствене вредности. У 2005. години донет је нови Закон о банкама, чија ће примена омогућити још строжу контролу рада банака и приближавање Базелским стандардима.

У 2005. години инфлација је била већа од пројектоване, цене на мало су повећане за 17,7%. Разлози су познати: једнократни ефекти увођења пореза на додату вредност, скок светских цена нафте и гаса, повећање административно контролисаних цена и раст домаће тражње и кредитне активности банака. Кредити банака привреди и становништву достигли су у 2005. години високе стопе раста и повећана је задуженост оба сектора, што је утицало на реални раст укупне тражње. У прошлој години забележена је стопа раста кредита приватном сектору од високих 57%, а истовремено и повећана задуженост предузећа и банака у иностранству, тако да је учешће спољног дуга привреде крајем године достигло око 26% бруто домаћег производа и изједначило се са степеном екстерне задужености државе. За Народну банку Србије, и поред бројних критика којима је била изложена због мера које је предузела крајем 2005. године и на почетку 2006. године, није било дилеме да је смањивање инфлације био и остао приоритетни циљ економске политике, чијем остваривању треба да буду посвећени сви доносиоци економских одлука. Народна банка Србије је, такође, при томе више пута упозоравала да је оштрину монетарних рестрикција одредило што је било пропуштено да се уради у другим секторима, као и да све што је она принуђена да уради има своју не малу цену. Али прво питање је шта би се догодило да Народна банка Србије није водила активну политику каматних стопа пре свега на отвореном тржишту, одржавала висок ниво репо операција и да није мењала стопу и проширивала основицу за обрачун обавезне резерве? Још конкретније, питање је колико би у 2005. години били инфлација и привредни раст да Народна банка Србије није, на тај начин, повукла око 120 милијарди динара. Да би тај новац наставио да подгрева тражњу, инфлација би сигурно била знатно већа од остварене.

У 2005. години остварена су и два рекорда, који такође потврђују постигнуту стабилност финансијског система. Девизне резерве Народне банке Србије повећане су за 1,59 милијарди долара и са нивоом од 5,84 милијарде долара на крају 2005.

године су већ обезбеђивале земљи сигурност у виду шестомесечне покривенсоти укупног увоза робе и услуга. Истовремено, поверење грађана у банкарски сектор може се најбоље мерити и нето растом девизне штедње од 814,1 милион евра, која је на крају прошле године достигла износ од 2,24 милијарде евра. Са повећањем од 57%, у прошлој години су премашени сви годишњи прирасти девизне штедње од 2001. године, од када она бележи перманентни раст.

Као резултат организационог реструктуирања и рационализације послова, на крају 2005. године Народна банка Србије је имала 1.394 мање запослених иако је обим њених надлежности знатно проширен. Такође, у складу са опредељењем да на комерцијалне банке пренесе послове из њиховог делокруга, у Филијалама Народне банке Србије су у октобру прошле године укинута експозитуре, на основу чега је Народна банка Србије Ребублици Срвији пренела 1.386.000.000 динара укупне вредности грађавинских објеката и опреме.⁵³

3.4. Планови Народне банке Србије за 2006. годину

У 2006. години Народна банка је планирана да настави са спровођењем репо и трајних операција, тј., продајом дугорочних обвезница Републике Србије и благајничких записа, повлачи вишкове ликвидних средстава банкарског сектора и тиме утиче на његову стабилност, као и на подстицање даљег развоја новчаног тржишта.

3.5. Преглед анализе монетарно – кредитне политике у 2005. година

У 2005. години Примарни новац је повећан за 66,9%. Остварено је повећање готовог новца у оптицају и банкарских резерви.

⁵³ www.nbs.rs – годишњи извештај 2005., стр 5

- Новчана маса М1 крајем 2005. године износила је 144.949 милиона динара. И била је повећана за 30,3%. Секторски распоред новца показује да су у свим секторима остварене високе стопе раста, изузев локалне самоуправе.

- Новчана маса М2 крајем 2005. године износила је 192.180 милиона динара. И била је повећана за 31,5%. Знатнији пораст остварен је код орочених депозита привреди.

- Новчана маса М3 крајем 2005. године износила је 485. 540 милиона динара. И била је повећана за 42,1%. Највећи раст забележили су депозити становништва – штедња становништва.

- Инфлација - Годишња стопа инфлације у Србији у 2005. години била је изнад пројектоване и износила је 17,7%. Порасту инфлације допринело је поскупљење основних и других комуналних услуга, увођење пореза на додатну вредност, раст цена сирове нафте и електричне енергије, повећање путарине и поскупљење пољопривредних производа.

4. Анализа монетарно – кредитне политике

Народне банке Србије у 2006. години

Монетарна политика у 2006. години била је усмерена на знатно снижавање стопе инфлације у односу на крај 2005 године и одржавање стабилности финансијског система. У спровођењу монетарне политике Народна банка Србије је претежно примењивала индиректне инструменте и унапређивала и јачала улогу тржишних инструмената монетарног регулисања, пре свега операција на отвореном тржишту.

Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике, који је Монетарни одбор усвојио на седници 30. августа 2006. године, дефинисао је нови оквир монетарне политике, којим је повећана улога каматних стопа као инструмената монетарне политике. Краткорочне циљеве у погледу кретања инфлације Народне банке Србије остварује политиком каматне стопе на двонедељне репо операције, која уједно представља и референтну каматну стопу. За 2006. годину утврђено је као циљ да се базна инфлација креће у распону од 7 до 9% на међугодишњем нивоу.

У 2006. години је остварен знатан прилив капитала и инвестиција из иностранства. Он је, поред утицаја на раст девизних резерви Народне банке Србије, имао и апресијацијске притиске на кретања курса динара. Да би спречила да прилив капитала по тим основама утиче на повећање укупне домаће тражње, а самим тим и на повећање цена, Народна банка Србије је настојала да вишкове ликвидних средстава банака стерилише интензивним активностима кроз операцију на отвореном тржишту, али и путем механизма обавезне резерве. Мере монетарне политике резултирале су успоравањем кредитне активности банака и смањењем инфлаторних притисака у 2006. години.

Висок прилив капитала из иностранства по основу креирања динара одразили су се на кретање монетарних агрегата. Тако је раст монетарних агрегата био већи од пројектованог, али при том није угрозио остваривање циљева монетарне политике. Динарски примарни новац је повећан за 42,9%, а новчана маса М2 за 47,3%. Основни ток који је утицао на раст монетарних агрегата био је нето инострана актива банкарског сектора, повећана за 189 милијарди динара.⁵⁴

4.1. Кретање основних монетарних агрегата у 2006. години

Примарни новац – Стопа раста укупног примарног новца у 2006. години износила је 60,2%, нешто мање од стопе раста остварене у 2005. години. Већу стопу раста остварио је девизни примарни новац (71,9%) у односу на динарски примарни новац (42,9%). Кориговано стопом раста цена на мало, раст динарског примарног новца је износио 34%. У оквиру динарског примарног новца остварен је раст банкарских резерви, готовог новца и депозита локалне самоуправе. Раст резерви банака износио је 60,8%, а готовог новца 27,6. Изразито висок раст забележен је код слободних резерви банака (112,7%), што је делом последица њихове докапитализације, која је вршена крајем године.

Динарска обавезна резерве је повећана за 8,2 милијарде динара и поред тога што је стопа обавезне резерве на динарску основицу смањена са 18% на 15%. На повећање динарске обавезне резерве утицало је повећање стопе на динарске

⁵⁴ www.nbs.rs – годишњи извештај 2006., стр 50

депозите страних лица (са 18% на 40%, односно 60%), повећање стопе на динарске депозите индексиране девизном клаузулом са 38% на 40%, као и повећање динарске основице. Депозити локалне самоуправе су остварили пораст – 59,1%.

Девизна обавезна резерва банака порасла је за 106,9 милијарди динара како по основу повећања стопе обавезне резерве, тако и по основу проширења основице укључивањем субординираних обавеза, као и средстава које даваоци лизинга држе код банака. Стопе обавезне резерве која се примењује на девизну основицу повећана је са 38% на 40%, а стопа обавезне резерве на инострано задужење банака са роком отплате до две године са 38% на 60% и на задужење са роком отплате преко две године са 38% на 40%.

Примарни новац креиран је у целини нето иностраном активом, док је по основу токова нето домаће активе остварено његово повлачење.

Расту бруто девизних резерви, који је условио и повећање нето иностране активе, у највећој мери је допринео прилив средстава по основу мењачких послова, приватизације, издвајање девизне обавезне резерве, привременог платног промета на територији Републике Србије и од иностраних кредита. Народна банка Србије је извршила превремену отплату кредита према ММФ – у. Истовремено је регулисала обавезе према Светској банци и Париском клубу поверилаца и исплатила страним инвеститорима средства по основу удела који су имали у компанији "Моби 63".

Одлив средстава из девизних резерви остварен је по основу интервенција Народне банке Србије са Међубанкарском девизном тржишту, као и по основу исплата старе девизне штедње.

На Међубанкарском девизном тржишту Народна банка Србије је остварила нето продају од 23,1 милијарду динара, знатно мање од нето продаје у 2005. години – 132,8 милијарди динара. Када је реч о девизним трансакцијама, у 2006. години је остварено знатно веће креирање новца, 152,4 милијарде динара, у поређењу са 2005. годином – 54,4 милијарде динара. Монетарне ефекте је имало око 40% укупног раста нето иностране активе.

На смањење нето домаће активе доминантно је утицало повећање обима хартија од вредности које је продала Народна банка Србије. Операцијама на отвореном тржишту Народна банка Србије је стерилисала 132 милијарде динара примарног новца, али није у потпуности успела да спречи његов пораст.

Повећање кредита небанкарским финансијским организацијама настало је као резултат евидентирања (по основу плаћања камате на рефинансиране кредите

Париског и Лондонског клуба поверилаца и на кредите од међународних финансијских организација) које је за рачун банака у стечају Народна банка Србије раније измирила.

На креирање новца у оквиру нето домаће активе утицало је повећање остале нето активе, првенствено због знатног смањења капитала.

Новчана маса М1 – У току 2006. године новчана маса М1 повећана је за 55,1 милијарду динара и крајем године је износила 200,1 милијарду динара. Повећање М1 у процентима износило је 38,0% (реално 29,5%), што је у односу на раст остварен у предходној години више за 7,8 процентних поена. Трансакциони депозити су остварили повећање од 44,2%, а готов новац у оптицају од 27,6%. Учешће готовог новца у оптицају у новчаној маси М1 смањено је за 2,8п.п. и на крају године је износило 34,2%. Највећи раст новца забележен је код осталих финансијских институција 149,3% и локалне самоуправе 59,6%. Депозити становништва и непрофитних институција, као и предузећа, повећани су за 46,0%, односно 39,9% респективно, што је приближно стопама раста из предходне године.

Покривеност М1 девизним резервама Народне банке Србије је била висока и на крају године је износила 356,3%. Повећању покривености највише је допринео пораст девизних резерви Народне банке Србије од 103,5%.

Новчана маса М2 - Повећана је за 86,8 милијарди динара и крајем године је износила 279 милијарди динара. Процентуално, раст монетарног агрегата М2 је износио 45,2% (реално, кориговано стопом раста цена на мало, 36,2%), или за 13,8 п.п. више од раста оствареног у 2005. години. У структури новчане масе М2, поред раста новчане масе М1, забележен је знатан пораст динарских штедних и орочених депозита, са годишњом стопом раста од 67%. Посматрано по секторима, највећи раст тих депозита остварен је код осталих финансијских институција, 161,9%, и код сектора привреде, 77,7%. Депозити становништва и непрофитних институција су повећани за 62,9%, а депозити локалне самоуправе 22,4%.

Новчана маса М3 – Повећана је за 175,6 милијарди динара и крајем године је износила 634,5 милијарди динара. Стопа раста овог монетарног агрегата је износила 38,3% (реално, кориговано стопом раста цена на мало 29,5%). Обе компоненте новчане масе М3 оствариле су пораст, при чему је раст девизне (девизни

депозити) у апсолутном изразу био већи од раста динарске компоненте (новчана маса М2). Међутим, годишња стопа раста девизних депозита била је мања од раста М2 и износила је 33,3%. У порасту укупних девизних депозита, раст девизних депозита становништва је учествовао са 79%, а девизних депозита предузећа 17,1%.

У структури девизних депозита, девизна штедња становништва је повећана за 1.108,9 милиона евра, или 49,4% , што представља највећи годишњи раст од 2002. године. Покривеност М3 девизним резервама Народне банке Србије повећана је на 112,4%, са 92% на крају 2005. године. Покривеност М3 укупним девизним резервама банкарског сектора повећана је за 16,5 процентних поена (са 102,9% на 119,4%).

4.2. Токови креирања новчане масе у 2006. години

Раст новчаног агрегата М3 остварен је у потпуности по основу повећања нето иностране aktive Народне банке Србије. Девизне резерве Народне банке Србије су порасле за 6 милијарди долара, од чега 1,9 милијарди долара по основу девизних депозита банака. Прилив средстава од мењачких послова, приватизације и привременог платног промета утицао је на раст нето иностране aktive. Нето инострана актива банака је смањена и по основу смањења девизних резерви банака и по основу повећања иностраних обавеза банака, пре свега дугорочних. Девизне резерве банака су посматрано у доларима забележиле раст, али, услед јачања курса динара у односу на долар, оне су у динарској противвредности смањене за око 11 милијарди динара, или 16,6%.

Нето домаћа актива банкарског сектора је смањена за 13,1 милијарду динара, или 5,4%.

Смањење нето потраживања од државе последица је повећања њених девизних депозита државе код Народне банке Србије – 83,6 милијарди динара, док је смањење динарских депозита – 12,4 милијарде динара, натало по основу повећаног трошења средстава са рачуна државе, деловало у супротном правцу.

Смањење нето домаће aktive банкарског сектора остварено је и токовима остале нето aktive и износило је 27,6 милијарди динара. Повећање капитала банака у износу од 94,5 милијарди динара углавном је утицало на смањење остале нето

активе. Смањење капитала Народне банке Србије у износу од 34 милијарди динара деловало је у правцу повећања остале нето aktive.

Укупни динарски кредити банака осталим резидентним секторима су повећани за 132,8 милијарди динара, или 32,6%, док су девизни смањени за 41,9 милијарди динара, или 37,9%. Раст су забележили кредити становништву (71,5 милијарди динара, или 54,1%), привреди (52,6 милијарди динара, или 20,2%), другим финансијским корпорацијама (5,5 милијарди динара, или 62,4%) и органи локалне самоуправе (2,8 милијарди динара, или 127,9%), док су кредити непрофитним и другим организацијама незнатно повећани.

Од укупног пораста динарских кредита, на кредите одобрене становништву и привреди односи се 93,4%, при чему је повећање кредита становништва било знатно веће од повећања кредита привреди. Учешће кредита становништву у укупном повећању динарских кредита је износило 53,8%.

Девизни кредити привреди су смањени за 41,9 милијарди динара, или 37,9%.

Крајем године, у укупним динарским кредитима индексирани кредити (с девизним клаузулом) учествовали су са око 68,9%.

4.3. Рад Народне банке Србије у 2006. години

Народна банка Србије је у 2006. години успешно остварила свој основни, законом прописани циљ – постизање и остваривање стабилности цена. Захваљујући предузетим мерама монетарне политике, а посебно увођењем новог монетарног оквира, који је усмерен управо на ефикасно остварење тог циља, инфлација је на крају 2006. године смањена на најнижи ниво од почетка процеса транзиције, на 6,6%. Истовремено, базна инфлација, на коју Народна банка Србије директно утиче својим мерама, смањена је на свега 5,9%. При том је стопа инфлације у трећем и четвртном тромесечју осетно смањена, иако је у последњем тромесечју фискална политика, дотад рестриктивна, попримила експанзиван карактер, што се донекле може довести у везу с одржавањем парламентарних избора. Укупна инфлација је у првој половини године повећана за 5,7%, а у другој – од када је Народна банка Србије, у складу с усвојеним новим оквиром монетарне политике, користећи референтну каматну стопу

као основни монетарни инструмент, базну инфлацију одржавала у пројектованом распону – тај раст је износио свега 0,9%.

Настојећи да базну инфлацију одржи у пројектованом коридору за 2006. годину од 7 до 9% на међугодишњем нивоу, Народна банка Србије је успешно деловала како знатнијим смањивањем референтне каматне стопе и стопе обавезне резерве. Операцијама на отвореном тржишту, трајном и репо продајом хартија од вредности, Народна банка Србије је додатно стерилисала 132 милијарде динара примарног новца, а интерес за њеним хартијама од вредности банке нису изгубиле ни поред смањивања референтне каматне стопе паралелно са смањењем инфлације. Наиме, са почетног нивоа од 18% годишње референтна каматна стопа је у току четвртог тромесечја смањена укупно за 4 п.п., са 18 на 14% на годишњем нивоу. Такав силазни тренд референтне каматне стопе резултат је успешне примене нових мера монетарне политике, које су утивале на смањење инфлације и инфлаторних очекивања. Снижавање референтне каматне стопе директно се одразило и на снижавање осталих каматних стопа Народне банке Србије, као и каматних стопа у банкарском сектору.

Опредељујући се за тржишно формирање девизног курса динара Народна банка Србије је допуштала како његову депресијацију, тако и апресијацију, истичући да њене повремене интервенције на девизном тржишту имају за циљ пречавање претерано великих дневних осцилација курса. Своје залагање да се курс динара према еврџ слободно формира, пре свега на односу понуде и тражње девиза, Народна банка Србије је реализовала кроз постепено повлачење са девизног тржишта, тако да се у 2006. години њен удео на девизном тржишту са 54,5% у јануару смањџо на 18,4% у децембру. Укупан обим директне трговине девизама између банака, ван састанка Међубанкарског девизног тржишта, скоро да се утростручио и достигао је обим од 7,58 милијарди динара.

Девизне резерве Народне банке Србије у 2006. години су повећани за више од 6 милијарди долара на крају године су износили преко 11,9 милијарди долара. Тако висок ниво девизних резерви омогућио је да се, поред измирења доспелих обавеза према инокредиторима од 424,4 милиона долара, превремено отплате и дугове према ММФ-у, у износу од 711 милиона долара, у Светској банци, у износу од 423 милиона долара. За исплату старе девизне штедње и зајма за препород из девизних резерви је исплаћено 289,6 милиона долара.

Уз стабилно пословање и чињеницу да су све банке одржале прописану ликвидност и адекватност капитала, банкарски сектор у Србији је у 2006. години остварио позитиван финансијски резултат – добит у износу од 16,5 милијарди динара, увећану за 127% у односу на 2005. годину. Иако је у 2006. години, својим мерама, Народна банка Србије утицала на успоравање прекомерне кредитне активности банкарског сектора забележене у предходној години, сви релевантни индикатори исказали су пораст, тако да је укупна актива достигла 15 милијарди евра, динарски кредити привреде су повећани за 52,6 милијарди динара, или за 20%, а кредити становништва за 71,5 милијарди динара, или за 54,1%. Порасли су и депозити, привреде за 48%, а становништва за 39%, док се девизна штедња приближила износу од 4 милијарде евра. Крај године банкарски сектор је дочекао са 28.092 запослених, или 9,4% више, што све заједно говори о континуираном развоју овог сектора.

У власничкој трансформацији банкарског сектора, било преко преузимања приватних или приватизовањем државних банака, у 2006. години, је готово приведен крају поступак приватизације банака у већинском власништву државе – Народна банка Србије је инсистирала на примени строгих критеријума за оцену бонитета стицалаца акција, односно власништва. Банкарски сектор Србије је већ "ушао" у Европску унију, пошто 80% сектора припада стратешким власницима из тих земаља.

У 2006. години Народна банка Србије је исказала губитак од 30 милијарди динара, од чега је 23,9 милијарди резултат већих негативних од позитивних курсних разлика, а остатак пре свега увећаних трошкова стерилизације вишка ликвидности, коју је Народна банка повлачила успешно остварујући свој примарни циљ смањивања инфлације. Народна банка је губитак покрила из својих извора, а 31. децембра 2006. године њен укупни капитал је износио 10,2 милијарду динара.⁵⁵

4.4. Планови Народне банке Србије за 2007. годину

Примарни циљ Народне банке Србије и у 2007. години био је одржавање стабилности цена. Народна банка Србије је планирала да настави са процесом либерализације девизног тржишта ради јачања његове конкурентности, тј.,

⁵⁵ www.nbs.rs – годишњи извештај 2007., стр. 51

усмеравање протока девиза на банке, односно између банака, и смањења својих директних интервенција на том тржишту. Народна банка Србије је исказала опредељење да ће се у току 2007. године постепено повлачити из мењачких послова.

Народна банка је планира да настави са продајом, односно куповином евра благо усмерава кретање девизног курса с циљем ублажавања претераних дневних осцилација девизног курса и амортизовања сувише великих притисака тражње или понуде на девизном тржишту који би могли да настану услед деловања интерних или екстерних шокова на националну економију.

Банке би своје девизне курсеве формирале слободно, по основу понуде и тражње девиза и ефективног страног новца, уз поштовање принципа правилно укрштених девизних курсева на светском тржишту.

4.5. Скраћени преглед анализе монетарно – кредитне политике

у 2006. година

- У 2006. години Примарни новац је повећан за 60,2%. Доприneo је прилив средстава по основу мењачких послова, приватизације, издавање обавезне резерве.
- Новчана маса М1 крајем 2006. године износила је 200,1 милијарду динара. И била је повећана за 38,0%. Доприnelo је повећање девизних резерви Народне банке Србије.
- Новчана маса М2 крајем 2006. године износила је 279 милијарди динара. И била је повећана за 45,2%. Највише је у порасту динарска штедња становништва.
- Новчана маса М3 крајем 2006. године износила је 634,5 милијардни динара. И била је повећана за 38,3%. Највише је утицао раст девизне штедње грађана.
- Инфлација - Захваљујући предузетим мерама монетарне политике, а посебно увођењем новог монетарног оквира, који је усмерен управо на ефикасно остварење тог циља, инфлација је на крају 2006. године смањена на најнижи ниво од почетка процеса транзиције, на 6,6%.

5. Анализа монетарно – кредитне политике

Народне банке Србије у 2007. години

Монетарна политика у току 2007. године заснивала се на Меморандуму Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике на путу ка остварењу циљева ниске инфлације, који је Монетарни одбор Народне банке Србије усвојио 30. августа 2006. године. Тим документом дефинисани су принципи монетарне политике до преласка на експлицитни режим циљане инфлације.

У Меморандуму о новом оквиру монетарне политике је предвиђено да се инфлација одржава "у оквирима дефинисаног инфлационог коридора уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума". Инфлациони коридор за 2007. годину за базну инфлацију утврђен је у распону од 4 до 8%. Циљ за 2007. годину је остварен – базна инфлација је на крају године износила 5,4%.

Монетарни одбор је у арилу 2007. године усвојио Меморандум о утврђивању циљане стопе инфлације за 2008. годину. Тим документом коридор за базну инфлацију за крај 2008. године је утврђен у распону од 3 до 6%.

У наредном периоду монетарна политика Народне банке Србије засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за 2009. и 2010. године, који је Монетарни одбор усвојио 15. маја 2008. године.

Према Меморандуму о новом оквиру монетарне политике, нови монетарни оквир има за циљ:

- ниску и стабилну стопу инфлације, усклађену с критеријумима предвиђеним за процес приступања Европској унији,
- допринос дугорочном и одрживом економском расту,
- јачање поверења у домаћу валуту, и
- повећање флексибилности монетарне политике ради ефикасног реаговања на привремене домаће и естерне шокове.

Овај документ предвиђа да нумерички циљ за базну инфлацију утврђује и објављује Народна банка Србије. Такође предвиђа да се циљана стопа инфлације постиже корекцијама каматне стопе на двонедељне репо операције као кључног инструмента монетарне политике, а да остали инструменти имају помоћну улогу.

Одлуке о корекцији референтне стопе доноси Монетарни одбор на седницама, чији је распоред одржавања унапред утврђен. Одлуке се заснивају на оцени текуће макроекономске ситуације, али и на краткорочном кретању инфлације и њеној средњорочној пројекцији. Уколико се оцени да ће остварена инфлација бити виша од циљана, референтна каматна стопа се коригује навише и обрнуто.

Један од основних принципа новог оквира монетарне политике јесте и редовна комуникација с јавношћу, како би се повећала транспарентност монетарне политике.⁵⁶

Народна банка Србије је основни циљ за 2007. годину остварила – базна инфлација је на крају године износила 5,4% и била је у границама циљаног распона (4-8%). У првој половини 2007. године настављен је опадајући тренд из претходне године и базна инфлација је са 12,5% у јануару 2006. године смарена у другом тромесечју 2007. године испод доње границе циљаног распона, тако да је у јулу остварила међугодишњи раст од само 2,3%. Међутим, у другој половини године велика суша је за последицу имала знатнији пораст цена индустриско – прехранбених производа и убрзање базне инфлације.

Будући да је "пољопривредни шок", уз раст цена нафте на светском тржишту, надјачао дезинфлаторне ефекте номиналне и реалне апресијације динара и утицао да се базна инфлација крајем године врати у границе циљаног распона, у току четвртог тромесечја није било потребе за додатним ублажавањем монетарне политике. Ефекат "пољопривредног шока" на базну инфлацију у другој половини године је износио око 2,0%. Услед тога, базна инфлација је у другом полугођу достигла ниво од 4,5 (наспрам 0,8% у првом полугођу). Цене индустриско – прехранбених производа у оквиру базне инфлације у другој половини године порасле су за 9,7% и имале су пресудан утицај на њено кретање у посматраном периоду.

Иако је базна инфлација у 2007. години била нижа него у 2006. години укупан раст цена на мало је био виши – 10,1%. На такво кретање утицало је више фактора. Укупном ценовном расту цене које се формирају слободно, на тржишту, допринеле су са 2,7п.п., а цене пољопривредних производа са 0,9п.п. Роба и услуге чије се цене регулишу поскупели су за 14,3%, што је знатно више од раста оствареног у 2006. години (7,4%). Раст цена енергије и хране чини више од половине укупног раста

⁵⁶ www.nbs.rs Годишњи извештај 2007. године, стр. 17

регуларних цена. Цене пољопривредних производа су порасле за 23,7% (допринос 0,8п.п), што је знатно више у односу на 2006. годину, када је забележен раст од 6,2%.

Мерено индексом потрошачкин цена, међугодишња укупна инфлација је била на вишем нивоу него мерено ценама на мало и на крају године је износила 11,0%. Све три компоненте ценовног раста, мерено на тај начин, имале су виши ниво: цене регулисних производа за 14,6%, цене које се формирају слободно, на тржишту, за 6,2% и цене пољопривредних производа за 36,0%. Од осталих значајних показатеља раста цена, трошкови живота су порасли за 11,9%, цене произвођача у индустрији за 9,8%, цене произвођача у пољопривреди за 27,2%, а цене угоститељских услуга за 6,8%.

5.1. Кретање основних монетарних агрегата у 2007. години

Примарни новац – Раст примарног новца у 2007. години – 10,6%, био је знатно спорији у односу на претходну годину – 60,2% и примарни новац је крајем године износио 439,2 милијарди динара. У оквиру примарног новца, раст динарске компоненте је износио 17,9% (или 7,1% реално), а девизне 6,5%. У структури динарског примарног новца раст су оствариле резерве банака и готов новац у оптицају, док су помене осталих компоненти биле незнатне.

Динарска обавезна резерва је, и поред повећања основице, смањена за 3,9 милијарди динара, као последица смањења стопе обавезне резерва. Повећање девизне обавезне резерве износило је 16,6 милијарди динара. Пресудну улогу на таква кретања имало је повећање стопе обавезне резерве на девизне депозите домаћих правних лица, као и на кредите и депозите примљене из иностранства с роком отплате преко две године.

Као у претходним годинама, примарни новац је креиран нето иностраном активом, која је повећана за 92,5 милијарди динара. Раст нето иностране активе имао је монетарне ефекте од преко 80%.

Будући да је путем нето инстране активе креиран знатан износ примарног новца, Народна банка Србије је настојала да га стерилише токовима нето домаће активе, утичући на тај начин на успоравање кредитне активности банака. По основу нето домаће активе повучено је 50,3 милијарде динара примарног новца.

У оквиру нето домаће активе, којом је повлачен новац, највише су коришћене репо операције (око 66,1 милијарда динара), као и трајна продаја благајничких записа Народне банке Србије (1,8 милијарди динара). Кредити небанкарским финансијским организацијама смањени су за 8,2 милијарде динара. И поред смањења кредита држави по основу наплате доспелих обвезница Републике Србије (5,6 милијарди динара) и повећања динарских депозита (9,5 милијарди динара), нето потраживања од државе су повећана услед знатнијег смањења девизних депозита (21,4 милијарде динара). Држава је из тих депозита у три наврата Народној банци Србије продала по 150 милиона евра. Поред нето потраживања од државе, креирање примарног новца е остварено и токовима остале нето активе. Остала нето актива је повећана за 17,6 милијарди динара услед знатнијег повећања расхода по основу камата које је Народна банка Србије имала у процесу спровођења монетарне политике, као и услед смањења капитала.

Новчана маса М1 – Новчана маса М1 је у току 2007. године повећана за 48,8 милијарди динара, или за 24,4%, и достигла је износ од 248,9 милијарди динара. Бржи раст трансакционих депозита (30,6%) од раста готовог новца (12,5%) имао је за резултат смањење учешћа готовог новца у оптицају у новчаној маси М1 за 3,3 п.п. у односу на крај предходне године.

Новчана маса М2 – Раст новчане масе М2 био је успорен и износио је 40%, тако да је крајем године овај агрегат достигао износ од 390,5 милијарди динара. У оквиру новчане масе М2, раст динарских штедних и орочених депозита (79,5%) био је већи од раста новчане масе М1.

Новчана маса М3 – За разлику од новчаних агрегата М1 и М2, раст монетарног агрегата М3 је, услед раста девизне штедње и других девизних депозита, био је већи у односу на 2006. годину. Номинална стопа раста монетарног агрегата М3 је у односу на предходну годину била виша за 4,2 п.п. и износила је 42,5%. На крају децембра М3 је износио 903,9 милијарди динара.

5.2. Токови креирања новчане масе

Највећи раст депозита, посматрано по секторима, остварен је код становништва и код предузећа. У оквиру сектора становништва, највећи апсолутни раст остварили су девизни депозити, по основу раста нове штедње од 2,8 милијарди долара. У оквиру сектора предузећа, највећи апсолутни раст регистрован је код динарских штедних и орочених депозита (58,3 милијарде динара), док је врло приближан раст остварен код девизних (32,1 милијарду динара) и трансакционих динарских депозита (31,7 милијарди динара).

За разлику од 2006.године, покривеност МЗ девизним резервама Народне банке Србије смањена је са 112,4% крајем 2006. године на 84,5% крајем 2007. године.

Раст новчане масе МЗ остварен је по основу повећања нето иностране и нето домаће активе банкарског сектора. Нето инострана актива допринела је том расту са 24,6 п.п., док је допринос нето домаће активе износио 17,9 п.п.

Укупни кредити домаћим секторима (осим банака) повећани су за 225,1 милијарду динара, или 36,9%. При том су динарски повећани за 230,1 милијарду, или 42,6%, док су девизни смањени за 5 милијарди динара, или 7,2%. Посматрано по секторима, највећи раст су забележили кредити привреди и становништву, у износу од 126,7 милијарди динара, или 33,2%, и 102,3 милијарди динара, или 50,3 респективно.

Кредити привреди су, и поред раста директног задуживања предузећа у иностранству (5,3 милијарде долара, или 87,6%), забележили знатно повећање. Као и у 2006. години, велики удео динарских кредита банака индексиран је у иностраној валути. Учешће индексираних кредита у укупним кредитима износило је 66,7%, што је незнатно мање у поређењу с предходном годином.

5.3. Преглед анализе монетарно – кредитне политике

у 2007. година

- У 2007. години Примарни новац је повећан за 10,6%. Раст су оствариле резерве банака и готов новац у оптицају.

- Новчана маса М1 крајем 2007. године износила је 248,9 милијарди динара. И била је повећана за 24,4%. Смањење учешћа готовог новца у оптицају.

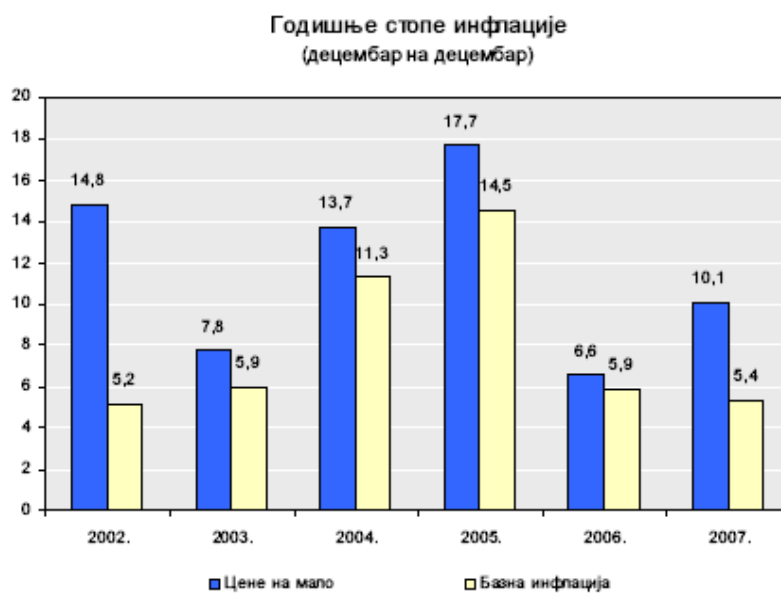
- Новчана маса М2 крајем 2007. године износила је 390,5 милијарди динара. И била је већа за 40.0%. Повећан је раст динарских штедних и орочених депозита.

- Новчана маса М3 крајем 2007. године износила је 903,9 милијарди динара. И била је повећана за 42,5%. Раст је остварен по основу повећања нето иностране и нето домаће активе банкарског сектора.

- Инфлација - инфлација је на крају године износила 11,0%.

Година	М1	М2	М3
2003.	105212	124824	244811
2004.	111235	146584	323082
2005.	144949	192180	485540
2006.	200100	279000	634500
2007.	248900	390500	903900

Табела 2. Приказ новчане масе: М1, М2 и М3 у милионима динара



Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

Закључак

Централне банке:

Централној банци монетарних и банкарских система припада доминантно место у организовању, усмеравању и регулисању савремених финансијских токова свих земаља света.

Основне функције централне банке:

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.

Основни модели организације централне банке:

Основни модели организације централне банке су јединствена централна банка, сложени систем централне банке, и супранационална централна банка. Организација централне банке зависи од развијености и структуре привредног система земље, од институционалног устројства и од политичких фактора у држави.

Монетарна контрола централне банке:

Монетарна контрола централне банке је у креирању, распрострањању (преливању) и повлачењу новца и она се сматра једном од најслабијих карика у укупној монетарној политици.

Централне банке појединих земаља:

Прва Централна банка основана је 1668. године у Шведској, затим 1694. године емисиона банка Енглеске, Bank of England. Кроз пређени део о централној Банци Канаде, Велике Британије, Јапана, Америке, Италије, Немачке, Француске видимо да су готово све земље у свету у 19. и 20. веку имале јасно конституисану Централну банку.

ЕМУ и ситем Европске централне банке:

Монетарна унија је валутно подручје настало од више националних валутних подручја која су прихватила јединствену валуту. Свака, па и ЕМУ укључује: јединствену централну банку, јединствену валуту и јединствену монетарну политику.

Оснивање и правни статус Народне банке Србије:

Народна банка Србије је основана Законом о Народној банци Србије. Законом о Народној банци Србије уређује се положај, овлашћење и функције Народне банке Србије, према органима Републике Србије, међународним организацијама и институцијама.

Функције Народне банке Србије:

Народна банка Србије има за основни циљ постизање и одржавање стабилности цена. Поред основног има за циљ и очување финансијске стабилности.

Органи Народне банке Србије:

Органи Народне банке Србије су: Монетарни одбор Народне банке Србије, Гувернер Народне банке Србије и Савет Народне банке Србије.

Монетарно кредитна политика:

Монетарна 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. 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.

Основни монетарни агрегати:

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).

Инструменти монетарно кредитне политике:

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:

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 банке.

Инфлација:

У економској теорији 19. и почетком 20. века проблем инфлације имао је другоразредно значење. У први план се 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 однос између новца и роба не изражава ништа друго осим обичне мере.

Инлаторни процес и инфлаторни механизам:

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.

Инфлација и индексација:

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.

Анализа монетарно кредитне политике:

Анализирајући монетарну политику Народне банке Србије кроз монетарне агрегате 2003., 2004., 2005., 2006. и 2007. године дошли смо до резултата рада Народне банке Србије. Народна банка Србије је поучена искуством земаља у транзицији

монетарном политиком се определила за сузбијање инфлације. Дошли смо до закључка да је Народна банка Србије из године у годину остваривала своје циљева кроз монетарну политику који је доказала својим резултатима. До добрих резултата Народна банка Србије стизала је својим програмом и мерама које је предузимала. Народна банка Србије је променама у инструментима вођења монетарне политике имала је за циљ побољшање ефикасности монетарне политике.

У 2003. години вођена је чврста монетарна политика. Држава је у току 2003. године остварила знатна девизна средства из процеса приватизације и девизе положила на рачун код Народне банке Србије, што је утицало на повећање нето потраживања од иностранства и тиме је нето домаћа актива Народне банке Србије у 2003. години знатније смањена. Део смањења нето домаће активе, па и примарног новца настао је по основу смањења кредита Народне банке Србије држави и и другим секторима и смањење нето задужења банака код Народне банке Србије. Раст новчане масе М1 проузроковао је раст динарских пласмана банака привреде и становништва, трошење девизних депозита државе који потичу из процеса приватизације, а на М3 и висок раст девизних депозита код банака. Платни промет је из Завода за обрачун и плаћању успешно је пренет на пословне банке. Повлачење депозита државе из пословних банака у Народну банку Србије допринело је да се повећа контрола централне банке над новчаним токовима. То је допринело макроекономској стабилности, јер је на тај начин стерилисан значајан део новца по основу прилива страног капитала.

У 2004. јубиларној години монетарна политика је била умерено рестриктивна. У оквиру укупног примарног новца, депозити локалне самоуправе су готово утростручени, а пораст девизних депозита банака код Народне банке резултат је повећаног издвајања банака по основу девизне штедње и девизне обавезне резерве. Нето потраживања од државе повећана су у мањој мери по основу корекције исправки кредита и преузимање дуга јавног предузећа "Електропривреда Србије" према Народној банци од стране државе по посебном закону, а делом по основу смањења девизних депозита државе код Народне банке Србије. Новчани агрегат М3 је креиран путем нето домаће активе банкарског сектора, док је по основу нето односа са иностранством забележено мање повлачење новца. На повећање банкарског сектора утицало је повећање кредита банака комитентима, првенствено

привреди и становништву, али и пораст нето потраживања од државе. Повлачење преко 23 милијарде динара остварено је путем токова остале нето домаће активе банака. Таквим кретањима допринео је знатан раст капитала код пословних банака и обрачун ефеката ревалоризације код Народне банке Србије. Захваљујући успешно реализовању споразума са Међународним монетарним фондом и Лондонским клубом, као и добијању међународног кредита рејтинга земље, Србија се вратила на међународно финансијско тржиште. Удео спољног дуга земље у бруто домаћем производу смањен је управо захваљујући отпису дуга према Лондонском клубу поверилаца. Главне карактеристике економског окружења биле су веће од очекиваног. Расту инфлације допринео је скок цена нафте и примарних производа на светском тржишту, кориговање диспаритета цена енергената и јавних услуга и раст реалне тражње. На екстерне факторе инфлације Народна банка Србије није могла да утиче. Динар је реално депрерао према еврџ за 3,8%, што је представљало подршку извоза Србије на тржиште Европске уније. Главни проблем српског није везан за курс и неценовну конкурентност, већ за друге неценовне факторе. То нам показује да виша стопа депресијације курса динара према еврџ не би допринела значајнијем и трајнијем повећању извоза, али би проузроковало пораст инфлације. Народна банка Србије је на сопственом примеру показала како треба да се спроводи неопходна рационализација у државним институцијама. Број запослених је смањила за 1.268 или за 23,7%. Имајући у виду да су најбоља предузећа у великој мери већ приватизована и да су остала она са негативним капиталом, убудуће у њиховој власничкој трансформацији кључну улогу мораће да добије спровођење института стечаја и ликвидности.

У 2005. години главне карактеристике економског окружења биле су: раст реалног бруто друштвеног производа, дефицит текућег дела платног биланса нижи у односу на прошлу годину и у односу на планирани, и знатно побољшање фискалне позиције државе. Нето инострана актива забележила је знатније повећање и представља основни ток креирања примарног новца. Нето потраживања од државе осетно су смањена и по основу кредита и по основу повећања укупних депозита државе. Смањење кредита настало је повећањем исправки вредности кредита и трајном продајом државних хартија од вредности потрфеља Народне банке Србије. У оквиру депозита државе, остварени раст динарских депозита резултат је увођења пореза на додату вредност и по том основу већег раста прихода државе. По основу

кредита које је држава добила из иностранства и по основу средстава од приватизације банака и предузећа расли су ревизни депозити државе. Новчани агрегат креиран је како путем нето домаће, тако и иностране активе банкарског сектора. Директор Међународног монетарног фонда потврдио је успешно окончање финансијског аранжмана, чиме не само да је омогућен накнадни отпис преосталог дуга повериоца Париског клуба већ је Србија и пред другим кредиторима у међународним финансијским организацијама, као и пред садашњим и будућим потенцијалном инвеститорима, добила неопходну "легитимацију" да се налази на правом реформском путу. Цене на мало су повећане због једнократних ефеката увођења пореза на додату вредност, скока светских цена нафте и гаса, повећања административно контролисаних цена и раста домаће тражње и кредитне активности банака. Питање је колико би била инфлација и привредни раст да Народна банка Србије није повукла 120 милијарди динара. Девизне резерве Народне банке Србије повећану су за 1,59 милијарди долара и са нивоом од 5,84 милијарде долара на крају 2005. године су већ обезбеђивале земљи сигурност у виду шестомесечне покривености укупног увоза робе и услуга.

У 2006. години Народна банка Србије је претежно примењивала индиректне инструменте и унапређивала и јачала улогу тржишних инструмената монетарног регулисања, пре свега операција на отвореном тржишту. Новим оквиром монетарне политике повећана је улога каматних стопа као инструмената монетарне политике. Остварен је знатан прилив капитала и инвестиција из иностранства. Он је имао и апресијацијске притиске на кретање курса динара. Да би спречила да прилив капитала по тим основама утиче на повећање укупне домаће тражње, а самим тим и повећањем цена, Народна банка Србије је настојала да вишкове ликвидних средстава банака стерилише интензивним активностима кроз операцију на отвореном тржишту, али у путем механизма обавезне резерве. Мере монетарне политике резултирале су успоравањем кредитне активности банака и смањењем инфлаторних притисака у 2006. години. Висок прилив капитала из иностранства по основу креирања динара одразили су се на кретање монетарних агрегата. Примарни новац креиран је у целини од нето иностраном активом, док је по основу токова нето домаће активе остварено његово повлачење. Расту бруто девизних резерви у највећој мери је допринео прилив средстава по основу мењачких послова, приватизације, издвајање девизне обавезне резерве и од иностраних кредита. Извршена је

превремена отплата кредита према ММФ и истовремено је регулисана обавеза према Светској банци и Париском клубу и исплаћена су страним инвеститорима средства по основу удела који су имали у компанији "Моби 63". Одлив средстава из девизних резерви остварен је по основу интервенција Народне банке Србије на Међубанкарском девизном тржишту, као и по основу исплате старе девизне штедње. Раст новчаног агрегата М3 остварен је по основу повећања нето иностране активе Народне банке Србије. Прилив средства од мењачких послова, приватизације и привременог платног промете утицао је на раст нето иностране активе. Нето инострана актива банака је смањена и по основу смањења девизних резерви банака и повећања иностраних обавеза банака.

У 2007. години у Меморандуму о новом оквиру монетарне политике предвиђено је да инфлација одржи "у оквирима дефинисаног инфлационог коридора уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума". У другој половини године велика суша је за последицу имала знатнији пораст цена индустриско-прехрамбених производа и убрзање базне инфлације. Пољопривредно шок уз раст цена нафте на светском тржишту, надјачао је дезинфлаторне ефекте номиналне и реалне апresiasiје динара и утицао је да се базна инфлација на крају године врати у границе циљаног распона. Динарска обавезна резерва је смањена за 3,9 милијарди, пресудну улогу на таква кретања имало је повећање стопе обавезне резерве на девизне депозите домаћих правних лица, као и на кредите и депозите примљене из иностранства с роком отплате преко две године. Будући да је путем нето иностране активе креиран знатан износ примарног новца, Народна банка Србије је настојала да га стерилише токовима нето домаће активе, утичући на тај начин на успоравање кредитне активности банака. У оквиру нето домаће активе, којом је повлачен новац, највише су коришћене репо операције, као и трајна продаја благајничких записа Народне банке Србије. Највећи раст депозита, посматрано по секторима, остварен је код страновништва и код предузећа. Раст новчане масе М3 остварен је по основу повећања нето иностране и нето домаће активе банкарског сектора.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш М., *Практикум за банкарство*, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2007.
2. Бараћ С., Стакић Б., Хаџић М., Иваниш., *Практикум за пословно банкарство*, Универзитет Сингидунум, Факултет за финансијски менаџмент и осигурање, Београд, 2005.
3. Ђукић Ђ., *Централна банка и финансијски систем*, Економски факултет, Београд, 2006.
4. Ђукић Ђ., Бјелица В., Ристић Ж., *Банкарство*, Економски факултет у Београду, Београд 2004.
5. Живковић А., Кожећинац Г., *Монетарна економија*, Економски факултет, Београд, 2005.
6. Јовановић М., Рибач С., *Монетарне и јавне финансије*, Висока пословна школа струковних студија, Блаце, 2008.
7. Капор В., Царић С., *Уговори робног промета*, Центар за привредни Consulting, Нови Сад 2000.
8. Комазец С., *Монетарна економија и банкарство*, Виша пословна школа, Београд, 2001.
9. Frederic S. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006.
10. Марковић М., Симић Р., *Пословно банкарство и електронско пословање*, БПШ, Београд, 2004.
11. Марковић М., Симић Р., Тодоровић М., *Информациони системи у банкарству*, ВПШ, Блаце, 2001.
12. Милутин Ћировић, *Монетарно – кредитни систем*, Савремена администрација, Београд, 1976.
13. Милутин Ћировић, *Монетарна економија*, European Centra for Peace and Development University for Peace, Београд, 1987.
14. Rose P., Hudgins S., *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Data statut, Beograd, 2005.
15. Ристић Ж., Комазец С., *Глобални финансијски менаџмент*, Чигоја, Београд, 1998.

Часописи

1. Др М. Ћировић и др Милан Шојић, *Есконтна стопа и монетарне регулација*, Финансије, бр. 1-2, 1993, стр. 52-61.
2. Економист магазин
3. Часопис Финансије

Интернет референце

1. www.mfin.sr.gov.yu
2. www.nbs.rs
3. www.banke.online.co.rs
4. www.ekonomist.co.rs
5. www.24x7.co.rs

САДРЖАЈ

1. УВОДНА РАЗМАТРАЊА	2
2. ЦИЉЕВИ И ЗАДАЦИ ИСТРАЖИВАЊА.....	3
3. Хипотезе	4
I ГЛАВА	6
Улога централна банке у финансијском ситему земље и модели њене организације..	6
1. Монетарна сувереност централне банке.....	6
1.1. Централна банка као "банка банака".....	7
1.2. Самосталност централне банке.....	9
2. Основне функције централне банке.....	10
3. Основни модели организације	15
централне банке.....	15
4. Монетарна контрола централне банке.....	18
5. Централне банке појединих земаља	20
5.1. Централна банка Канаде.....	20
5.2. Централна банка Велике Британије.....	20
5.3. Централна банка Јапана.....	21
5.4. Централна банка у SAD.....	22
5.5. Централна банка Италије	23
5.6. Немачка централна банка	23
5.7. Централна банка Француске	23
6. ЕМУ и систем Европске централне банке.....	24
6.1. Независност Европске централне банке	29
II ГЛАВА	32
Оснивање, функције и органи Народне банке Србије	32
1. Оснивање и правни статус	32
2. Функције Народне банке Србије.....	33
3. Органи Народне банке Србије	35
3.1. Монетарни одбор.....	36
3.2. Гувернер и вицегувернери.....	36
3.3. Савет Народне банке Србије	38
3.4. Нespoјивост функција.....	39
сукоб интереса и престанак функције	39
III ГЛАВА	41
Утврђивање и спровођење монетарне политике.....	41
1. Монетарно кредитна политика	41
1.1. Циљеви и задаци монетарне политике.....	42
2. Основни монетарни агрегати	47
3. Инструменти монетарно – кредитне политике	51
3.1. Нови приступ монетарном регулисању.....	54
3.2. Избор инструмената монетарног регулисања.....	55
3.3. Обавезне резерве банака као инструмент.....	57
монетарне политике	57
3.3.1. Основне карактеристике и деловање обавезне резерве.....	57
3.3.2. Основица за обрачун обавезне резерве.....	58
3.3.3. Структура стопа обавезних резерви.....	60
3.3.4. Формирање каматних стопа на обавезне резерве	62
3.3.5. Равнотежна и просечна стопа.....	63
обавезне резерве	63

3.4. Есконтна (дисконтна) стопа као инструмент	64
монетарне политике	64
3.4.1. Монетарна политика и есконтна стопа	64
3.4.2. Основне поставке теорије дисконтне стопе	67
централне банке	67
3.4.2.1. Први део теорије дисконтне стопе	68
3.4.2.2. Други део теорије дисконтне стопе	70
3.4.3. Есконтна стопа или есконтна политика	70
3.5. Операције на отвореном тржишту	71
3.5.1. Финансијско тржиште и хартије од вредности	71
3.5.2. Механизам операција на отвореном тржишту	74
3.6. Остали инструменти монетарне политике	75
4. Субјекти монетарно кредитне политике	78
IV ГЛАВА	80
Инфлација	80
1. Инфлација	80
1.1. Квантитативна теорија инфлације	80
1.2. Теорија инфлације ефективне тражње	81
1.3. Кејнзијанска теорија инфлације	81
1.4. Теорија инфлације трошкова	82
1.5. Теорија структурне инфлације	83
2. Инфлаторни процес и инфлаторни механизам	83
2.1. Трансмисиони механизам инфлација	83
2.2. Хиперинфлација и валутна реформа	83
3. Инфлација и индексација	84
4. Инфлација, платни биланс и девизни курс	85
4.1. Деловање инфлације на платни биланс	85
4.2. Инфлација и девизни курс	85
4.3. Девалвација националног новца	86
4.4. Ревалвација националне валуте	87
5. Стабилност цена као главни циљ	87
монетарне политике	87
5.1. Инфлација и монетарна политика	87
5.2. Инфлација и принудна штедња	87
5.3. Стабилност цена и финансијска актива	88
V ГЛАВА	89
Истраживање	89
1. Анализа монетарно – кредитне политике	89
Народне банке Србије у 2003. години	89
1.1. Кретање основних монетарних агрегата	89
у 2003. години	89
1.2. Токови креирања новчане масе у 2003. години	91
1.3. Рад Народне банке Србије у 2003. години	92
1.4. Планови Народне банке Србије за 2004. годину	93
1.5. Преглед анализе монетарно – кредитне политике	94
у 2003. година	94
2. Анализа монетарно – кредитне политике	95
Народне банке Србије у 2004. години	95
2.1 Кретање основних монетарних агрегата	96
у 2004. години	96

2.2. Токови креирања новчане масе у 2004. години.....	98
2.3. Рад Народне банке Србије у 2004. години.....	100
2.4. Планови Народне банке Србије за 2005. годину	102
2.5. Преглед анализе монетарно – кредитне политике	103
у 2004. година.....	103
3. Анализа монетарно – кредитне политике.....	104
Народне банке Србије у 2005. години	104
3.1. Кретање основних монетарних агрегата у 2005. години.....	105
3.2. Токови креирања новчане масе у 2005. години.....	107
3.3. Рад Народне банке Србије у 2005. години.....	108
3.4. Планови Народне банке Србије за 2006. годину	110
3.5. Преглед анализе монетарно – кредитне политике	110
у 2005. година.....	110
4. Анализа монетарно – кредитне политике.....	111
Народне банке Србије у 2006. години	111
4.1. Кретање основних монетарних агрегата.....	112
у 2006. години.....	112
4.2. Токови креирања новчане масе у 2006. години.....	115
4.3. Рад Народне банке Србије у 2006. години.....	116
4.4. Планови Народне банке Србије за 2007. годину	118
4.5. Скраћени преглед анализе монетарно – кредитне политике	119
у 2006. година.....	119
5. Анализа монетарно – кредитне политике.....	120
Народне банке Србије у 2007. години	120
5.1. Кретање основних монетарних агрегата у 2007. години.....	122
5.2. Токови креирања новчане масе	124
5.3. Преглед анализе монетарно – кредитне политике	124
у 2007. година.....	124
Закључак	127