



Srđan Furtula*

KOMPATIBILNOST NARODNE BANKE SRBIJE SA EVROPSKOM CENTRALNOM BANKOM

Rad analizira u kojoj meri je monetarna politika Narodna banka Srbije saglasna monetarnoj politici ECB i EMU. Proces pridruživanja Srbije EU zahtevaće brojne promene u privrednom sistemu i harmonizaciju monetarne politike, bankarskog sistema, pravne regulative i statistike sa standardima EU.

NBS je dosta toga već uradila i uspešno smanjila inflaciju ali za makroekonomsku stabilnost mora ubuduće biti zaštićena od političkih, kadrovskih i drugih uticaja koji mogu da ugroze njeno funkcionisanje.

* Asistent pripravnik, Ekonomski fakultet, Kragujevac

Evropska monetarna unija i izazovi za centralne banke potencijalnih država članica

Formiranje Evropske ekonomske i monetarne unije bio je jedinstveni eksperiment, koji je uveo novi monetarni režim sa jedinstvenom valutom u većem delu Evrope. Transfer monetarnih politika sa nacionalnog nivoa na nivo EU zahtevao je veliku promenu u evropskom centralnom bankarstvu. Osnovana je nadnacionalna monetarna organizacija, Evropska centralna banka (ECB), koja sa 13 nacionalnih centralnih banaka koje su prihvatile evro i time izgubile svoj monetarni suverenitet i mogućnost samostalnog donošenja odluka u monetarnoj sferi, čini novi nadnacionalni sistem centralnog bankarstva, koji se naziva Evrosistem. Uporedo sa ovim sistemom funkcioniše i Evropski sistem centralnih banaka (ESCB), koji danas obuhvata svih 27 država članica EU. Evropska centralna banka je specijalizovana, nezavisna institucija koja ima zadatak da definiše i sprovodi monetarnu politiku, upravlja kursnim operacijama i obezbeđuje dobro funkcionisanje sistema plaćanja. Primarni zadatak Evropske centralne banke jeste obezbeđenje cenovne stabilnosti, tj. da bude čuvar vrednosti evra kao jedinstvene valute zemalja članica Evropske monetarne unije.

Pristupanjem EU, i pripremanjem za članstvo u monetarnoj uniji, centralne banke država članica i potencijalnih kandidata moraju da usklade monetarnu politiku i funkcionisanje u cilju harmonizovanja sa Evrosistemom. One moraju da prilagode instrumente monetarnog regulisanja, naglašavajući značaj operacija na otvorenom tržištu (naročito operacija za refinansiranje) i smanjujući procenat obaveznih rezervi.

Pored ispunjavanja kriterijuma konvergencije, nacionalna valuta zemalja pristupnica mora se nalaziti u normalnom rasponu ERM II dve godine pre ulaska u Evro-

zonu. ERM II predstavlja sistem prilagodljivih kurseva kojim se dopušta fluktuacija nacionalnih valuta prema evru najviše do 15%. Novi mehanizam deviznog kursa (tzv. ERM-II), osnovan na osnovu Amsterdamske rezolucije Evropskog saveta 16. juna 1997. godine, zamenio je stari mehanizam Evropskog monetarnog sistema 1. januara 1999. godine. Pristupanje mehanizmu je dobrovoljno. Novi mehanizam je zasnovan na centralnim stopama oko kojih su postavljene granice fluktuacija. One su relativno široke, kao što je bilo u u starom ERM-u, i o njima odlučuju države na koje se odnose. Države mogu izabrati različite margine fluktuacija. Sidro sistema je evro. Kada devizni kurs dostigne donju ili gornju granicu fluktuacije, intervencija je obavezna, osim u slučaju ako je intervencija u suprotnosti sa stabilnošću cena u državama EMU ili državama van nje.

Broj svetskih valuta se u poslednjoj deceniji rapidno smanjuje. Veliki broj ekonomista, stvaranjem EMU, smatra da postoje realni izgledi da se u budućnosti krećemo prema svetu sa dva ili tri valutna bloka (pored evra i američkog dolara, postavlja se pitanje da li će treća svetska valuta biti japanski jen ili kineski juan). Evro sve više postaje međunarodna valuta, tako da danas, prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda, preko 40 država ima devizne režime koji su vezani za evro, što možemo videti u tabeli 1.

Države potencijalni kandidati za EU moraju da obezbede stabilnost svog deviznog kursa kao preduslov za članstvo (jedan od kriterijuma konvergencije podrazumeva odsustvo devalvacije nacionalne valute dve godine pre članstva u EU). One koriste različite strategije koje su najčešće usmerene ka evro-putanji svog deviznog kursa. Ukoliko koriste strategiju inflacionog targetiranja, promenljivost nominalnog deviznog kursa je uobičajena forma rizika, a to može dovesti do problema vrednosti deviza domaćeg sektora. Takođe, fleksibilnost deviznog kursa



Tabela 1. Države sa deviznim režimom vezanim za evro

Region	Režimi deviznog kursa	Države
Evropska Unija	ERM II	Kipar, Danska, Estonija ¹ , Letonija ² , Litvanija ¹ , Malta ³ , Slovačka
	Vezan za evro	Mađarska
	Kontrolisano fluktuiranje sa evrom kao referentnom valutom	Češka republika
	Fluktuiranje	Poljska
Države pristupnice i potencijalni kandidati za EU	Unilateralna eurizacija	Kosovo ¹¹ , Crna Gora
	Valutni odbor	Bugarska ¹⁰ , Bosna i Hercegovina
	Vezan za evro, ili kontrolisano upravljanje, sa evrom kao referentnom valutom	Hrvatska, BJR Makedonija, Rumunija ¹⁰ , Srbija
	Fluktuiranje	Albanija, Turska
Ostali	Eurizacija	Evropske mikrodržave ⁴ , Francuske teritorijalne zajednice ⁵
	Vezan za evro	CFA zona ⁶ , Francuske prekomorske teritorije ⁷ , Kapa Verde
	Vezan za evro, ili kontrolisano fluktuiranje vezano za SDR i druge korpe valuta, uključujući evro	Sejšeli, Ruska federacija ⁸ , Libija, Bocvana ⁹ , Maroko, Tunis

Izvor: IMF i ECB

1) fiksiran za evro aranžmanom valutnog odbora; 2) fiksiran devizni kurs od +/-1%; 3) fiksni devizni kurs; 4) San Marino, Vatikan, Monako, Andora (unilateralna eurizacija); 5) Sent Pjer, Mejot; 6) WAEMU (Benin, Burkina Faso, Obala Slonovače, Gvineja Bisao, Mali, Niger, Senegal, Togo) i CAEMC (Kamerun, Centralna Afrička Republika, Čad, Kongo, Ekvatorijalna Gvineja, Gabon); 7) Francuska Polinezija, Nova Kaledonija, Valis; 8) korpa valuta dolar-evro sa dnevnim upravljanjem deviznim kursom; 9) korpa valuta SDR-Južnoafrički rand; 10) Bugarska i Rumunija su članice EU od 1. januara 2007. godine, 11) Kosovo koristi unilateralnu eurizaciju, iako nema status države

u velikoj meri obezbeđuje mogućnost vraćanja konkurentnosti posle nerealne apresijacije, a može i ograničiti pritisak na kamatno-osetljive korisnike kredita u vreme stresnih situacija. Na drugoj strani, neke države preferiraju evroputanju svog deviznog kursa, pod ingerencijom ERM II, gde finansijska tržišta mogu imati unificiran obrazac za monetarnu politiku i gde svaki problem kredibilnosti politike može biti testiran od strane tržišnih učesnika.

Proces pristupanja novih država članica EU monetarnoj uniji dosta je zamršen - svi koraci ka EMU moraju biti prihvaćeni od dotične zemlje, Evropskog saveta, Evropske centralne banke i Evropske komisije. Ulazak svake zemlje baziran je na individualnoj osnovi. Uključivanje u ERM II pre završetka ekonomskih reformi je veoma opasan potez za zemlje pristupnice, zato je neophodno da se završe svi ekonomski procesi

i reforme, posebno one koje su rezultat bivšeg socijalističkog režima.

Postoje brojni problemi i rizici sa kojima se suočavaju centralne banke, koji potiču od neizvesnosti koja se odnosi na izmenjeno ekonomsko okruženje u kome deluje monetarna politika, i kojima se moraju prilagoditi:¹

- Primetne su nacionalne razlike u transmisiji monetarne politike.
- Postoji rizik da zemlje budu pogođene asimetričnim šokovima.
- Nametnulo se pitanje da li će, zbog decentralizovane prirode sistema, nacionalni interesi dominirati u primeni monetarne politike.
- Povećanje očekivanja za rast dohodaka, rastuća ponuda kredita i opadanje premije za rizik dovode do velikog rasta tražnje za kreditima, mada ciklična kretanja ponekad

¹ Pringle, R. i Carver, N. (2004) EU Enlargement and the Future of the Euro, Central Bank Publications, London, str. 53-65.

utiču na smanjenje tražnje. Bilo da se koriste za investiranje ili za potrošnju, ovi, uvek raspoloživi, krediti stvaraju pritisak na nacionalne prihode i rashode.

- Razvoj finansijskog sistema može dovesti do mogućeg uticaja nesavršenosti tržišta kapitala. Može doći do velikih odstupanja premije za rizik i deviznog kursa ukoliko se menja spremnost za prihvatanje evra. Takođe, moralni hazard je stalno prisutan kao potencijalni problem.
- I politički rizici se moraju uzeti u obzir. Fiskalna politika, zajedno sa monetarnom, delujući u cilju smanjenja inflacije dovodi do rasta kamatnih stopa, što ima za posledicu neopravdano visoke kratkoročne prilive kapitala i nerealnu apresijaciju. Povećan priliv sredstava može dovesti do rasta tražnje i povećanja inflacije.
- Konačno, iskustva iz drugih regiona treba da posluže kao koristan okvir budućeg donošenja odluka.

Centralne banke država pristupnica, sa svojim mandatom finansijske stabilnosti moraju obezbediti analize i podatke koje ukazuju nacionalnim igračima, javnim i privatnim, na potencijalne ili nastale rizike. Sva dinamika finansijskih tokova i kretanje deviznog kursa moraju biti jasno istaknuti, kako bi proces promene režima deviznog kursa bio izvršen uz punu podršku cele nacije. Države pristupnice svoje uključjenje u Evrozonu moraju potkrepiti detaljnim praćenjem i analiziranjem iskustava drugih naprednijih ekonomija, uključujući i sadašnje države Evrozone i njihovog iskustva u realnoj i finansijskoj konvergenciji. Moraju obezbediti optimalnu alokaciju sredstava, čiji se priliv očekuje od preterano apresiranog realnog deviznog kursa ili niske premije za rizik.

Bez obzira na potencijalne teškoće i trenutne nejasnoće i stagniranja u pregovorima Srbije i Evropske unije, naša zemlja mora ulagati najviše napora za približavanje kriterijumima konvergencije propisanim za članstvo u EMU. Zbog toga se neophodnim nameće analiza konvergencije monetarne politike Srbije i monetarne politike EMU.

Komparativna analiza monetarne politike Narodne banke Srbije i monetarne politike Evropske centralne banke

Ciljevi monetarne politike

ECB

Evropska centralna banka formuliše strategiju monetarne politike kako bi obezbedila konzistentan i sistematičan okvir za odlučivanje, komuniciranje i ocenjivanje ekonomske situacije i budućih rizika, kao i potencijalnih turbulencija koje utiču na stabilnost cena. Ova strategija počinje definisanjem krajnjih ciljeva (inflacija, proizvodnja) i posrednih ciljeva (novčana masa M_2 , kamatna stopa). Pošto centralna banka na krajnje ciljeve deluje na vrlo indirektan način i sa velikom zadržkom, kao prioritet biraju se posredni ciljevi za koje se zna da utiču na krajnje ciljeve i mogu delovati direktnije.

Mastrihtskim sporazumom kojim je formirana Evropska monetarna unija, utvrđena je stabilnost cena kao primarni cilj Evropske centralne banke. Mada Sporazum EZ jasno ističe da je primarni cilj Evropske centralne banke održavanje stabilnosti cena, on ne definiše precizno šta se pod pojmom "stabilnost cena" zapravo podrazumeva. Zbog toga je, u oktobru 1998. godine, Evropska centralna banka odlučila da specificira svoj mandat i donela jasnu kvantitativnu definiciju cenovne stabilnosti. Ova definicija zahtevala je postojanje čvrstog sidra za predviđanje inflacije (inflacionih očekivanja) i set repera preko kojih bi javnost kontrolisala ispunjavanje ovih ciljeva. Savet guvernera ECB usvojio je sledeću definiciju stabilnosti cena po kojoj se cenovna stabilnost definiše kao rast, iz godine u godinu, harmonizovanog indeksa potrošačkih cena (Harmonised Index of Consumer Prices - HICP) za evro oblast na nivou ispod 2% na srednji rok.² Time je Evropska centralna banka potvrdila da monetarna politika ne može da kontroliše kretanje cena na kratak rok, i da to ne treba od nje očekivati. ECB dodaje da za sve praktične svrhe ovaj izraz podrazumeva da je planirani opseg inflacije od 0% do 2%. Prema ovoj definiciji cene se stabilizuju tako da se

² ECB (2004) Monetary Policy, European Central Bank, Frankfurt, str. 51-52.

održavaju preko srednjeg kretanja. Ovo znači da ako se, na primer, inflacija iznenada, zbog velikih poremećaja, poveća iznad planiranog okvira, ECB će omogućiti postepeno povratno prilagođavanje ka planiranom okviru. ECB, međutim, ne definiše koje je to srednje kretanje. Gornja granica rasta cena od 2% postavljena je neznatno iznad 0, ostavljajući sigurnosnu zonu za borbu protiv deflacije, a zbog neizvesnosti u pogledu merenja kretanja cena na malo, ECB nije posebno definisala donju granicu rasta cena.

NBS

Ciljevi monetarne politike Narodne banke Srbije definisani su članom 3. Zakona o Narodnoj banci Srbije³. Primarni cilj je, kao kod Evropske centralne banke, postizanje i održavanje stabilnosti cena. Stabilnost cena ne znači nepromenljivost cena, već umeren rast cena i podrazumeva dugoročnu stopu neto (bazne) inflacije u okvirima definisanog inflatornog koridora od 5% do 10%. Za 2007. godinu taj koridor iznosi od 4% do 8%.

Na sednici održanoj 30. avgusta 2006. godine, Monetarni odbor Narodne banke Srbije usvojio je nove mere i odobrio nove principe sprovođenja monetarne politike usmerene na ostvarenje ciljeva u pogledu inflacije. Za početak, NBS će objaviti kratkoročne ciljeve u pogledu inflacije za kraj 2006. i 2007. godine definisane u obliku “bazne inflacije”, tj. promena indeksa cena na malo koje ne predstavljaju rezultat korekcija regulisanih cena i tarifa. Izračunavanje “bazne inflacije” će biti povereno Zavodu za statistiku, a NBS će obaviti konsultacije sa Vladom kako bi se objavili ciljevi u pogledu “regulisane” inflacije, koja je rezultat korekcija regulisanih cena, ili cena poljoprivrednih proizvoda, nakon čega će biti objavljen objedinjeni cilj u

pogledu ukupne inflacije kao posledica rasta cena na malo. Objavljeni ciljevi u pogledu stopa inflacije neće se menjati, dok će ciljevi za kraj 2008. i 2009. godine biti objavljeni u 2007. godini. Predviđa se da će kasnije taj vremenski horizont biti produžen i da će NBS i Vlada utvrđivati srednjoročne ciljeve u pogledu stopa inflacije.⁴ Monetarna politika će takođe nastojati da ostvari i druge ciljeve, pod uslovom da to ne ugrožava ostvarenje ciljane stope inflacije. To je u skladu sa intencijama ECB. Članom 2. Mastihtskog sporazuma⁵ definišu se i drugi ciljevi koje pored održavanja stabilnosti cena ECB treba da postigne, oni su podređeni i mogu biti zadovoljeni tek ako je ispunjen cilj obezbeđenja stabilnosti cena.

U tabeli 2. prikazane su stope inflacije u EMU, EU i u našoj zemlji. Primetno je da inflacija u EU samo malo odstupa od inflacije u EMU, što ukazuje da države EU, koje nisu članice EMU, vode konvergentne monetarne politike sa ECB.

Tabela 2. Inflacija (stopa rasta)

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
EMU	1,1%	2,1%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%
EU	1,2%	1,9%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%
Srbija	45,4%	111,9%	40,7%	14,8%	7,8%	13,7%	17,7%	6,6%

Izvor: Eurostat i NBS

Prema metodologiji Evropske centralne banke u sastav novčane mase ulaze sledeći agregati:⁶

M_1 = Gotov novac u opticaju + Depoziti po viđenju,

M_2 = M_1 + Kratkoročni depoziti, koji se mogu povući sa računa u roku do 3 meseca + Oročeni depoziti do dve godine + Ostali kratkoročni depoziti,

M_3 = M_2 + Ugovori o rekupovinama + Akcije fondova novčanog tržišta + HOV sa rokom dospeća do dve godine + Ostali utrživi instrumenti

Narodna banka Srbije koristi sledeća tri monetarna agregata:

M_1 = Gotov novac u opticaju + Depoziti po

³ Službeni glasnik RS, br. 72/03 i 55/04

⁴ www.nbs.yu

⁵ Naudin F. (2000) The European Central Bank: a Bank for the 21st Century, Kogan Str, London., str 104.

⁶ ECB (2007) Press Release: Monetary developments in the Euro Area: February 2007, Frankfurt, str. 3.

viđenju,

$$M_2 = M_1 + \text{Dinarski depoziti},$$

$$M_3 = M_2 + \text{Devizni depoziti}$$

Instrumenti monetarne politike

U ostvarivanju krajnjih ciljeva monetarne politike, centralne banke koriste različite instrumente monetarnog regulisanja. Njihovom primenom ili kombinacijom u zavisnosti od načina njihovog kreiranja utiče se na kvantum novčane mase, koji će obezbediti optimalan privredni razvoj, posmatran sa aspekta stabilnosti i privrednog rasta. Izbor instrumenata zavisi od uslova u kojima funkcioniše privredni i finansijski sistem. Zbog toga, u pojedinim zemljama postoje razlike u instrumentima monetarnog regulisanja.

Evropska centralna banka ima na raspolaganju širok opseg instrumenata. Savet guvernera ECB, svojim odlukama, odredio je instrumente monetarne politike koje ECB i Evrosistem koriste u praksi, kao i uslove njihove primene. ECB za ostvarivanje svojih ciljeva koristi:

- operacije na otvorenom tržištu,
- stalno raspoložive kredite (kredite za likvidnost),
- obaveznu rezervu.

Instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije su:

- obavezna rezerva,
- operacije na otvorenom tržištu,
- kolateralizovani krediti za održavanje dnevne likvidnosti,
- deponovanje viškova likvidnih sredstava banaka kod Narodne banke Srbije,
- diskontna stopa,
- minimalni uslovi kreditne sposobnosti banka, i
- usklađivanje plasmana stanovništvu sa osnovnim kapitalom banke

Operacije na otvorenom tržištu

ECB

Operacije na otvorenom tržištu predstavljaju najvažniji instrument monetarne politike ECB, kojim se upravlja kamatnim stopama, pozicijom likvidnosti i signalizira stav monetarne politike.

One podrazumevaju kupovinu i prodaju vrednosnih papira sa ciljem povećanja ili smanjenja količine primarnog novca. Mogu biti izvedene na više načina. Evropska centralna banka može otvoreno kupovati i prodavati vrednosne papire na otvorenom tržištu. To su operacije na otvorenom tržištu u tradicionalnom smislu reči. Međutim, glavna tehnika koju ECB koristi su transakcije upotrebom tendera. Ove operacije ECB naziva glavne operacije za refinansiranje.

U zavisnosti od cilja, regularnosti i procedura, operacije na otvorenom tržištu Evrosistema mogu se podeliti na četiri kategorije:

- glavne operacije za refinansiranje sa rokom od 7 dana,
- operacije za refinansiranje sa dužim rokom koji iznosi 90 dana,
- operacije za fino regulisanje, i
- operacije za strukturalne promene.

Takođe, postoji pet tipova instrumenata koje Evrosistem koristi za upravljanje operacijama na otvorenom tržištu i to:

1. reverzibilne transakcije,
2. potpune transakcije,
3. emitovanje depozitnih sertifikata,
4. devizni svopovi,
5. oročena sredstva.

Glavne operacije za refinansiranje

Najvažnije operacije na otvorenom tržištu u Evrosistemu su glavne (osnovne) operacije za refinansiranje. One igraju odlučujuću ulogu u upravljanju kamatnim stopama, situacijom likvidnosti na tržištu i signaliziranju stava monetarne politike. Takođe, obezbeđuju likvidnost čitavog finansijskog sistema. Sprovode se na nedeljnoj osnovi. Savet guvernera na svojoj sednici 2003. godine odlučio je da se rok za sprovođenje glavnih operacija za refinansiranje smanji sa dve nedelje na nedelju dana.⁷

Glavne operacije za refinansiranje se sprovode upotrebom standardnih tendera. Termin "standardni tender" znači da su tenderske operacije vođene u skladu sa unapred objavljenim propisima, koji su utvrđeni u

⁷ ECB (2004) The Monetary Policy on the ECB, European Central Bank, Frankfurt, str. 80.

roku od 24 sata od objavljivanja tendera do utvrđivanja rezultata. Sve kreditne institucije, koje zadovoljavaju odgovarajuće kriterijume mogu da učestvuju u tenderima i da daju svoju ponudu.

Prva važna odluka Saveta guvernera je da utvrdi kamatnu stopu koja će biti primenjena za glavne operacije za refinansiranje. Ova stopa predstavlja osnovnu kamatnu stopu ECB i kao takva ima veliki uticaj na interesne stope tržišta novca. Ona ne samo da utiče na stope tržišta novca, već utiče i na formiranje predviđanja koja se odnose na promene kamatnih stopa i inflacije. Postoji i tzv. marginalna stopa, a to je najniža kamatna stopa po kojoj se vrši refinansiranje banaka.

Evropska centralna banka potom najavljuje tenderski postupak, koji može biti organizovan kao tender fiksnih ili varijabilnih kamatnih stopa. U slučaju tendera fiksnih stopa, kamatna stopa, koju bira Savet guvernera, predstavlja fiksnu stopu po kojoj finansijska institucija može dati svoju ponudu. Finansijske institucije se pozivaju da daju ponudu kako bi dobile određenu količinu likvidnih sredstava u zamenu za davanje kolaterala. Nacionalne centralne banke prikupljaju ove ponude i sve idu u Evropsku centralnu banku. ECB, potom, odlučuje o sumi sredstava koje će dodeliti i koje će distribuirati ponuđačima, u zavisnosti od veličine njihove ponude. U praksi, ovaj koeficijent dodele sredstava finansijskim institucijama od strane Evropske centralne banke je bio veoma nizak, negde oko 10%, uglavnom zbog toga što banke daju preveliku ponudu kako bi dobile željenu strukturu likvidnih sredstava.

Od 27. juna 2000. godine glavni vid pozajmljivanja za refinansiranje u Evrosistemu sprovodi se samo po promenljivim kamatnim stopama. To podrazumeva da banke daju ponude za količinu likvidnih sredstava koju žele da kupe po sukcesivnim kamatnim stopama.

Kamatna stopa koju određuje Savet guvernera predstavlja minimalnu tendersku stopu ispod koje ECB neće prihvatiti ponude od finansijskih institucija. Svaka banka učesnica može da podnese najviše 10 ponuda sa različitim kamatnim stopama. U svakoj zemlji Evrosistema centralne banke tih zemalja upućuju poziv bankama da učestvuju na licitaciji sa uslovima koji su identični za celu Evrozonu. Iznosi refinansiranja po osnovu ove procedure, namenjeni nacionalnim bankarskim sistemima, određuju se na osnovu njihovog učešća u ukupnim ponudama na licitacijama.

Marginalna stopa ne predstavlja orijentacionu stopu za tržište novca, za razliku od minimalne stope, jer marginalna kamatna stopa zavisi od ukupne tražnje za likvidnim sredstvima i iznosa sredstava koja je ECB spremna da obezbedi bankama. U sistemu raspodele sredstava po metodu varijabilnih kamatnih stopa, optimalna strategija za dobijanje likvidnih sredstava sastoji se u podnošenju ponuda sa kamatnim stopama nešto malo višim od marginalne stope, koju treba predvideti, ili u krajnjem slučaju po marginalnoj kamatnoj stopi. Međutim, ukoliko je iznos sredstava koja se odobravaju po marginalnoj stopi isuviše mali, postoji opasnost da ponude koje sadrže stopu jednaku marginalnoj stopi ne budu u potpunosti udovoljene. U praksi je poznato da pre licitacije, u vreme kada se sastavljaju i dostavljaju ponude, banke ne mogu da znaju kolika će biti marginalna stopa licitacije. Zato za banke, racionalniju strategiju predstavlja determinisanje faktora, kao što su sopstvene potrebe za sredstvima i izloženost riziku koji se

Tabela 3. Hipotetički primer tendera sa varijabilnom kamatnom stopom (milioni evra)

Kamatna stopa	Banka 1	Banka 2	Banka 3	Ukupna ponuda	Kumulativna ponuda
3,05		5	5	10	0
3,04	5	10	5	20	10
3,03		10	10	20	30
3,02	5	10	15	30	50
3,01	10	10	15	35	80
3,00	5	5	5	15	115
Ukupno	30	45	55	130	

Izvor: De Grauwe, P. (2004) Ekonomija monetarne unije, prev. Ljiljana Lučić, Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića, Sremski Karlovci, str. 318.

sastoji u visini kamatnih stopa koje će ponuditi druge banke, jer ukoliko druge banke ponude veću kamatnu stopu po kojoj će ECB licitirati svoja determinisana sredstva, taj iznos kamatne stope predstavlja marginalnu kamatnu stopu.

Kamatna stopa koju određuje Savet guvernera predstavlja minimalnu tendersku stopu od 3,00% ispod koje ECB neće prihvatiti ponude finansijskih institucija. Pretpostavimo da ECB odluči da dodeli 80 miliona evra, tada su sve ponude od 3,02% i više zadovoljene (u ovom slučaju 3,02% je marginalna kamatna stopa). Pošto je minimalna kamatna stopa 3%, sve ponude od 3% i više se prihvataju (ukupno 130), ali je dodeljena suma 80 miliona likvidnih sredstava iscrpljena. Ukoliko pretpostavimo da ECB odluči da dodeli 120 miliona evra, dolazi do nezadovoljenih ponuda po minimalnoj kamatnoj stopi od 3%, tj. postoji ukupno 15 ponuda koje su refinansirane dok preostala dodela likvidnih sredstava ide na samo 5 ponuda. U tom slučaju svaka banka dobija jednu trećinu (5/15) iznosa koji su ponudili po minimalnoj stopi, dok su sve ponude od po 3,01% zadovoljene.

ECB za potrebe banaka objavljuje projekcije razvoja likvidnosti bankarskog sistema Evrozone. To se odnosi na predviđanja o autonomnim faktorima kretanja likvidnosti u periodu između dve licitacije, kao i podatak o visini obavezne rezerve koja treba da bude formirana i koja je već konstituisana. Na osnovu toga banke mogu lakše da utvrđuju visinu svojih potreba za refinansiranje, kao i kamatne stope koje će naznačiti u svojim ponudama.

Prilikom sakupljanja ponuda ECB može da koristi dva modela. Holandski aukcijski postupak se vodi po jedinstvenoj kamatnoj stopi za sve dodele. Po američkom aukcijskom postupku svaki ponuđač plaća drugačiju kamatnu stopu za sve sukcesivne ponude (u prethodnom primeru, banka 1 dobija 5 miliona evra uz 3,04%, 5 miliona uz 3,02% i 10 miliona evra uz kamatnu stopu od 3,01%).⁸

Minimalna kamatna stopa koju banke moraju ponuditi za glavne operacije za refinansiranje iznosi trenutno 3,75%.

Kao zaključak može se konstatovati da velike banke stalno učestvuju na licitacijama i podnose ponude koje glase na velike iznose, permanentno koriste likvidna sredstva koja obezbeđuje ECB posredstvom osnovnih operacija refinansiranja i deo dobijene likvidnosti zatim distribuiraju na tržištu novca. Banke koje učestvuju sa ponudama koje glase na srednje iznose vrše stalnu arbitražu između likvidnih sredstava koje obezbeđuju glavnim operacijama refinansiranja i sredstava koja mogu da dobiju na tržištu novca. Najmanje banke koje daju ponude na najmanje iznose često nisu prisutne na tržištu novca i koriste likvidna sredstva koja obezbeđuju licitacijom osnovnih operacija refinansiranja.

Operacije za refinansiranje sa dužim rokom

Pored glavnih operacija za refinansiranje koje se sprovode nedeljno, Evrosistem, takođe, sprovodi operacije za refinansiranje sa dužim rokom koji iznosi tri meseca. Cilj ovih operacija je da obezbede dugoročnu likvidnost bankarskom sistemu. Svi učesnici koji ispunjavaju uslove učestvovanja na glavnim licitacijama za refinansiranje mogu učestvovati i u operacijama za refinansiranje sa dužim rokom.

Zato što nije poželjno da Evrosistem utiče na kamatne stope na tržištu novca iz više uglova, operacije za refinansiranje sa dužim rokom su dizajnirane da obezbede delovanje sa prihvatanjem datih kamatnih stopa. U tom cilju, one se vrše u formi tendera sa varijabilnom kamatnom stopom i unapred utvrđenim iznosima. Savet guvernera unapred utvrđuje iznose koji će biti dodeljeni na budućim tenderima.

U proseku, dugoročne operacije za refinansiranje obuhvataju 26% od ukupnih operacija na otvorenom tržištu, od januara 1999. godine do juna 2003. godine. U prva dva meseca 1999. godine operacije za refinansiranje sa dužim rokom su sprovedene tenderima sa varijabilnom kamatnom stopom upotrebom Holandskog aukcijskog postupka, a od marta 1999. godine u u potrebi je američka aukcijska

⁸ De Grauwe, P. (2004) Ekonomija monetarne unije, prev. Ljiljana Lučić, Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića, Sremski Karlovci, str. 316-319.

metodologija.⁹

Operacije za fino regulisanje

Evrosistem, prema potrebi, sprovodi operacije za fino regulisanje u cilju finog doziranja likvidnih sredstava. Učestalost i dospelost ovih operacija nije standardizovana. Njihov cilj je upravljanje situacijom likvidnosti i kamatnim stopama na tržištu novca, tačnije anuliranje efekata na kamatne stope koje potiče od neočekivanih fluktuacija likvidnosti na tržištu novca. Operacije za fino regulisanje su, takođe, bitne kao podrška normalnom funkcionisanju tržišta i važan faktor obezbeđenja likvidnosti u izuzetno nepredviđenim okolnostima, kao što je bio napad na Sjedinjene Američke Države 11. septembra 2001. godine.

Operacije za fino regulisanje mogu se sprovesti pomoću reverzibilnih transakcija, potpunih transakcija, deviznih svopova i depozitnih sertifikata. Do juna 2003. godine Evrosistem je sproveo samo 8 operacija za fino regulisanje, manje nego 2 godišnje. Zbog njihove svrhe, operacije za fino regulisanje se sprovode "brzim" tenderima. Period od njihovog objavljivanja pa sve do izjave o alociranim sredstvima ne traje više od jednog sata. Operacije za fino regulisanje, takođe, mogu biti sprovedene kroz bilateralne procedure, gde Evrosistem vrši transakcije sa jednim ili nekoliko učesnika bez upotrebe tendera.

Potreba za brzim akcijama u slučaju neočekivanih kretanja na tržištu nameće potrebu da Evrosistem osigura visok stepen fleksibilnosti operacija za fino regulisanje. U normalnim okolnostima njih sprovode nacionalne centralne banke, ali Savet guvernera može da odluči da, u izuzetnim okolnostima, mogu biti sprovedene bilateralne operacije za fino regulisanje od strane Evropske centralne banke. Zbog operacionih razloga, samo ograničen broj izabranih učesnika može učestvovati u operacijama za fino regulisanje.

Operacije za strukturalne promene

Evrosistem ima mogućnost da sprovodi

strukturalne promene. Ovim operacijama se obezbeđuje pozicija strukturalne likvidnosti bankarskog sistema na duži rok. One mogu biti sprovedene upotrebom reverzibilnih transakcija, potpunih transakcija i emitovanjem depozitnih sertifikata. Do juna 2003. godine Evrosistem nije sproveo nijednu strukturalnu operaciju, u cilju uticaja na poziciju strukturalne likvidnosti bankarskog sistema. U principu, strukturalne operacije mogu biti operacije za odbranu ili za obezbeđenje pozicije likvidnosti i njihova frekvencija može biti određena ili neodređena. Po pravilu, sprovode se standardnim tenderima a njihova dospelost nije standardizovana.

NBS

Narodna banka Srbije, za razliku od ECB, koristi operacije na otvorenom tržištu kao indirektan instrument monetarne politike, koji se zasniva na transakcijama finog doziranja nivoa likvidnosti bankarskog sistema putem trajne, odnosno privremene (repo) kupovine ili prodaje hartija od vrednosti. Osim regulisanja nivoa likvidnosti bankarskog sistema, operacije na otvorenom tržištu su instrument kojim se utiče i na visinu i strukturu kamatnih stopa na tržištu novca.

Za razliku od ECB, NBS koristi dva instrumenta za sprovođenje operacija na otvorenom tržištu:

1. trajne transakcije,
2. repo transakcije.

Do 10. oktobra 2003. godine, Narodna banka Srbije je aukcijski prodavala blagajničke zapise na Beogradskoj berzi. Danas se aukcijsko trgovanje HOV između Narodne banke Srbije i banaka obavlja elektronskim putem¹⁰. Predmet aukcija mogu biti kratkoročne hartije od vrednosti koje izdaje NBS i kratkoročne i dugoročne dužničke hartije od vrednosti koje izdaje Republika Srbija. Aukcije mogu biti po fiksnoj kamatnoj stopi (aukcije na kojima se kupuju, odnosno prodaju HOV po kamatnoj stopi koju NBS unapred fiksno utvrdila i saopštila učesnicima) i po varijabilnoj

⁹ ECB (2004) The Monetary Policy on the ECB, European Central Bank, Frankfurt, str. 82.

¹⁰ Razmenom elektronskih poruka sopsstvenog formata po SWIFT standardu preko aukcijske platforme - sistema za elektronsko trgovanje NBS, koji se zasniva na tehnološkoj infrastrukturi RTGS sistema.

kamatnoj stopi (aukcije na kojima se kupuju, odnosno prodaju HOV po kamatnoj stopi koja se formira na bazi ponude i tražnje učesnika u kupoprodajnim transakcijama). Učesnici u transakcijama kupovine i prodaje HOV sa NBS mogu biti banke koje ispunjavaju propisane uslove (da je banka član Centralnog registra, učesnik u RTGS sistemu, da nad njom nije pokrenut postupak stečaja i likvidacije, itd.). Kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u HOV i novcu nastalih na osnovu zaključenih transakcija kupovine i prodaje HOV obavlja Centralni registar, depo i kliring HOV - po DVP (Delivery vs Payment) modelu, koji podrazumeva da se prenos HOV vrši istovremeno sa plaćanjem na osnovu naloga za prenos tih hartija i naloga za plaćanje koje Centralnom registru dostavljaju banka, odnosno Narodna banka Srbije.

Stalno raspoloživi krediti

ECB

Marginalni krediti

Banke mogu da koriste marginalne kredite da bi se snabdele sa likvidnošću preko noći preko nacionalnih centralnih banaka. Ovi krediti služe za obezbeđenje privremenih potreba likvidnosti. U normalnim okolnostima, kamatna stopa ovih kredita predstavlja granicu za noćne tržišne kamatne stope. Savet guvernera je fiksirao marginalnu eskontnu stopu, koja je najčešće 1% iznad kamatne stope za glavno refinansiranje. Uslovi i karakteristike ovih kredita su identični u celoj zoni evra. Kamatna stopa za marginalne kredite sada iznosi 4,75% (minimalna kamatna stopa glavnih operacija za refinansiranje +1%).

Nacionalne centralne banke mogu obezbediti likvidnost marginalnim kreditima u formi noćnih sporazuma o repupovinama (vlasništvo nad aktivom je transferisano kreditoru, sa ugovorenim pravom reverznih transakcija sledećeg poslovnog dana) ili preko noćnih kolateralizovanih pozajmica (nametnuti interesi sigurnosti su obezbeđeni aktivom, ali vlasništvo nad aktivom zadržava dužnik). Detaljnije karakteristike sporazuma

o repupovinama su određene ugovornim sporazumima odgovarajućih nacionalnih centralnih banaka. Sporazumi za obezbeđenje likvidnosti u formi kolateralizovanih pozajmica zasnivaju se na različitim procedurama i pravilima, u cilju onemogućavanja različite interpretacije kolateralnog jemstva.

Korišćenje marginalnih kredita je omogućeno preko nacionalnih centralnih banaka u državama članicama u kojoj su te institucije osnovane. Na kraju svakog poslovnog dana, banke utvrđuju dugovne pozicije svojih računa i automatski imaju zahteve za marginalnim kreditima u slučaju deficita sredstava. Bankama mogu biti odobrena sredstva marginalnih kredita ukoliko zatraže od nacionalnih banaka država u kojima su osnovane marginalna sredstva.

Da bi nacionalne centralne banke procesuirale taj zahtev istog dana on mora biti podnet pre vremena zatvaranja TARGET-a. Po pravilu, vreme zatvaranja TARGET sistema je 18^h po centralnom evropskom vremenu. Krajni rok za davanje zahteva za marginalnim kreditima je 30 minuta po završetku poslovnog dana Evrosistema. U zahtevu, iznos kredita mora biti naznačen, i ako kolateral nije položen u nacionalnim centralnim bankama, mora se u potpunosti specificirati iznos aktive koja će biti kolateral.

Za banke koje direktno učestvuju u TARGET-u, krediti se vraćaju sledećeg dana funkcionisanja RTGS sistema. Marginalni krediti se odobravaju u skladu sa ciljevima i opštim karakteristikama monetarne politike Evropske centralne banke. ECB zadržava pravo da u svakom trenutku, zbog intencija monetarne politike, suspenduje kreditna sredstva.¹¹

Depozitne olakšice

Slično marginalnim kreditima, banke mogu da koriste depozitne olakšice i da stvore noćne depozite. Savet guvernera fiksira kamatne stope na depozitne olakšice. U normalnim okolnostima, kamatna stopa na depozitne olakšice predstavlja osnov za noćne tržišne kamatne stope. Ova stopa je najčešće 1% ispod kamatne stope koja se koristi za glavno

¹¹ ECB (2005) The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: general documentation on the Eurosystem monetary policy instruments and procedures, European Central Bank, Frankfurt, str. 23.

refinansiranje. Trenutno iznosi 2,75%. Uslovi odobravanja depozitnih olakšica su identični za celu Evrozonu. Za dobijanje depozita nije potreban kolateral.

Zbog postojanja različite strukture bilansa kod nacionalnih centralnih banaka, Evropska centralna banka dozvoljava prijavne uslove koji se međusobno neznatno razlikuju. Nacionalne centralne banke obezbeđuju te informacije o odstupanju uslova o zahtevu za tim kreditima.

Depozitne olakšice se odobravaju preko nacionalnih centralnih banaka u državama članicama gde su te institucije osnovane. Pristup depozitnim kreditima kao i kod marginalnih kredita je dozvoljen samo u danima kada su RTGS sistemi otvoreni. Kriterijumi za slanje zahteva i odobravanje kredita su isti kao i kod marginalnih kredita.

Depozitne olakšice imaju noćni rok dospeća. Takođe, kao i kod marginalnih kredita za banke koje direktno učestvuju u TARGET-u, krediti se vraćaju sledećeg dana funkcionisanja RTGS sistema. Ove dve vrste kredita se administriraju preko nacionalnih centralnih banaka na decentralizovan način. Preko promena kamatnih stopa na ove olakšice, Savet guvernera deluje na deo strukture kamatnih stopa. Evropska centralna banka može da promeni kamatnu stopu u bilo kom trenutku, od sledećeg poslovnog dana.

NBS

Lombardni krediti

Narodna banka Srbije odobrava lombardne kredite koji predstavljaju jedinstvenu kreditnu liniju za održavanje likvidnosti banaka na osnovu zaloge HOV. NBS odobrava bankama lombardni kredit do iznosa od 80% nominalne vrednosti založenih kratkoročnih HOV Narodne banke Srbije ili 80% HOV Republike Srbije i do iznosa 60% nominalne vrednosti založenih dinarskih ili dinarske protivvrednosti deviznih dugoročnih hartija od vrednosti Republike Srbije do čijeg roka dospeća nije ostalo više od dve godine. Lombardni krediti

se mogu koristiti neprekidno 45 radnih dana, odnosno najviše 60 radnih dana sa prekidima u toku 120 uzastopnih dana. Kamatna stopa koja se obračunava na lombardne kredite iznosi 0% na kredit korišćen i vraćen istog dana, referentna stopa¹² +2,5% na kredit korišćen do 7 radnih dana, referentna stopa +5% na kredit korišćen od 8 do 14 radnih dana, pod uslovom da se kredit ne koristi više od 5 radnih dana neprekidno, i referentna stopa +7% na kredit korišćen više od 14 radnih dana.

Depozitne olakšice (deponovanje viškova likvidnih sredstava banka kod NBS)

Depozitne olakšice, slično ECB, predstavljaju meru kojom se omogućuje kreditno sposobnim bankama deponovanje viškova likvidnih sredstava kod NBS u iznosu namanje 30 miliona dinara. Bankama se omogućava da više puta u toku svakog radnog dana, najkasnije petnaest minuta posle završetka trećeg klirinškog ciklusa, prenesu viškove likvidnih sredstava na poseban račun NBS za deponovanje viškova likvidnih sredstava u RTGS sistemu. Narodna banka Srbije deponovana sredstva vraća na žiro-račun banke narednog dana od dana deponovanja, a najkasnije do 10 časova. NBS na iznos deponovanih sredstava plaća bankama kamatu za sve dane u obračunskom periodu - po kamatnoj stopi u visini referentne stope umanjene za 2,5%.

Obavezna rezerva

ECB

Obavezna rezerva predstavlja jedan od veoma važnih instrumenata monetarne politike. Može se definisati kao obaveza banaka i štednih institucija da, u zavisnosti od visine raspoloživih depozita izdvajaju određen iznos sredstava na račun kod centralne banke. Na osnovu člana 19. Statuta ESCB¹³, banke Evrozone obavezne su da formiraju obaveznu rezervu i da je drže kod nacionalnih centralnih banaka Evrosistema. Obavezna rezerva ima za cilj da obezbedi strukturalne potrebe za refinansiranjem nacionalnih bankarskih sistema

¹² Referentnu stopu NBS utvrđuje Monetarni odbor NBS u skladu sa Smernicama za utvrđivanje kamatnih stopa NBS po osnovu operacija na novčanom tržištu i trenutno iznosi 10,5%

¹³ Howart D., Loedel P. (2005) The European Central Bank: The New European Leviathan, Palgrave Macmillan, New York, str. 218-219.

Evrozona od strane Evropske centralne banke i da utiče na stabilnost kamatnih stopa tržišta novca.

Nacionalne centralne banke staraju se o primeni propisa o obaveznoj rezervi, kontrolišu formiranje rezerve, kao i način na koji banke poštuju obavezu izdvajanja rezerve i primenjuju sankcije u slučaju ne poštovanja propisa koji se odnose na formiranje obavezne rezerve. Propisi o regulisanju obavezne rezerve, doneti od strane Evropske zajednice i Evropske centralne banke, direktno se primenjuju u nacionalnim bankarskim sistemima Evrozona i nije potrebno regulisanje obavezne rezerve nacionalnim zakonskim propisima.

Obavezna rezerva se konstituiše kao prosek za period od mesec dana. Savet guvernera ECB, na sastanku održanom 23. januara 2003. godine, odlučio je da promeni rok za konstituisanje obavezne rezerve, koji je do tada bio utvrđivan 24. dana u mesecu, i da se mesečni obračun vrši počev od dana kada ističe rok za vraćanje sredstava dobijenih po osnovu glavnih operacija za refinansiranje, a nakon mesečnih sastanaka Saveta guvernera ECB na kojima se vrši mesečna analiza rezultata monetarne politike.¹⁴

Preko manipulisanja obaveznom rezervom, ECB može da deluje na uslove tržišta novca. Povećanje stope obavezne rezerve uslovljava sniženje rezervi depozita i time se utiče na nedostatak likvidnosti što u krajnjoj liniji uslovljava smanjenje ponude novca.

Obavezna rezerva institucija Evrosistema se utvrđuje i definiše u skladu sa elementima bilansa stanja i to pasivnom stranom. Institucije izveštavaju nacionalne centralne banke o podacima svojih bilansa stanja i bankarskih statistika. Podaci bilansa stanja krajem meseca se koriste za utvrđivanje osnovice za obračun obavezne rezerve dva meseca kasnije. Primera radi, podaci bilansa stanja iz februara će biti upotrebljeni za osnovicu obavezne rezerve u aprilu.

Izveštaji o novcu Evropske centralne banke i bankarskim statistikama uključuju



Sedište Evropske centralne banke u Frankfurtu

moćnost rasterećenja malih institucija u vezi pojedinih izveštavanja. Institucije na koje se odnose ove odredbe moraju jedino da izveštavaju o ograničenom broju podataka bilansa stanja na četvoromesečnoj osnovi i sa krajnjim rokom koji je duži nego kod većih institucija. Podaci koji se utvrđuju krajem svakog četvrtog meseca, koriste se za utvrđivanje osnovice za obračun obavezne rezerve sa razmakom od dva meseca, za sledeća tri mesečna utvrđivanja osnovice obavezne rezerve. Podaci bilansa stanja na kraju marta se koriste za osnovicu obavezne rezerve u junu, julu i avgustu.

U osnovicu obaveznih rezervi Evrosistema uključuju se jedino dve sledeće kategorije pasive roka od dve godine: a) depoziti i b) dugovne hartije od vrednosti - obveznice. Za kategoriju dugovnih hartija od vrednosti emitent mora da dokaže stvarni iznos ovih instrumenata koji drže druge institucije, kako bi dobili pravo izuzeća iz osnovice za obavezne rezerve.

Evropska centralna banka publikuje u oktobru, za sledeću godinu, kalendar perioda održavanja obaveznih rezervi, koji počinje

¹⁴ ECB (2004) The Monetary Policy on the ECB, European Central Bank, Frankfurt, str. 78.

danom obračuna početnih glavnih operacija za refinansiranje nakon sastanka Saveta guvernera. U izuzetnim okolnostima, kalendar može biti izmenjen, što zavisi, pored ostalog, i od promene rasporeda održavanja sastanka Saveta guvernera.

Svaka depozitna institucija mora držati minimum obaveznih rezervi na jednom ili više računa kod nacionalne centralne banke države članice u kojoj je osnovana. Za instituciju koja ima više filijala u jednoj državi zadužena je centrala za ispunjavanje zahteva u pogledu propisane obavezne rezerve. Institucija koja ima svoje filijale u više država članica, u obavezi je da u svakoj državi članici drži odgovarajući iznos obavezne rezerve kod centralne banke te države članice.¹⁵

Stopu obavezne rezerve Savet guvernera ECB odredio je na 2%. Osnovica koja služi za obračun obavezne rezerve definisana je vrlo široka, i ova stopa od 2% primenjuje se na sve stavke pasive roka od dve godine, sa izuzetkom repo poslova.¹⁶

Kamatna stopa koju donosi obavezna rezerva relativno je jednaka marginalnoj stopi glavnih operacija za refinansiranje. Kamatna stopa obavezne rezerve utvrđuje se na kraju perioda određenog za njeno formiranje, a na osnovu proseka koji je ponderisan brojem dana primene marginalne stope. Kamata se isplaćuje bankama od strane nacionalnih centralnih banaka Evrosistema dva dana nakon okončanja poslednjeg dana perioda konstituisanja rezerve. Iznos koji institucije dobijaju za držanje svojih depozita na računima kod nacionalnih centralnih banaka može se prikazati sledećom formulom¹⁷

$$R_t = \frac{H_t \cdot n_t \cdot r_t}{100 \cdot 360}$$

$$r_t = \sum_{i=1}^{n_t} \frac{MR_t}{n_t}$$

gde su:

R_t - novčani iznos koji dobija banka na osnovu držanja obaveznih rezervi kod centralne banke za odgovarajući period t ,

H_t - prosečno dnevno držanje obaveznih rezervi za odgovarajući period t ,

n_t - broj dana perioda t ,

r_t - kamatna stopa koju donosi obavezna rezerva za period t ,

i - i -ti kalendarski dan perioda t ,

MR_t - marginalna kamatna stopa glavnih operacija za refinansiranje utvrđena na dan ili dan pre kalendarskog dana i .

Postoje i kaznene stope koje se primenjuju u slučaju propuštanja da se konstituiše obavezna rezerva u propisanom periodu i jednaka je stopi koju donosi obavezna rezerva uvećanoj za 2,5%, ali i za 5% u slučaju nepoštovanja obaveze formiranja obavezne rezerve više od dva puta u toku dva meseca.¹⁸

NBS

Instrument obavezne rezerve NBS koristi radi regulisanja opšteg nivoa likvidnosti bankarskog sistema (povlačenje viška likvidnosti). Obavezna rezerva se obračunava po diferenciranim stopama obavezne rezerve i to:

- po stopi od 10% na dinarsku osnovicu i po stopi od 45% na deo dinarske osnovice koju čine dinarski depoziti indeksirani deviznom klauzulom i depoziti i krediti u dinarima primljeni iz inostranstva,
- po stopi od 45% na deviznu osnovicu, po stopi od 40% na deo devizne osnovice koju čini devizna štednja položena kod banaka, po stopi od 20% na deo devizne osnovice koju čine devizne subordinirane obaveze, i po stopi od 100% na deo devizne osnovice koju čine devizna sredstva koja davaoci lizinga drže na posebnom računu otvorenom kod banke.

Pri obračunu obavezne rezerve, obaveze

¹⁵ ECB (2005) The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: general documentation on the Eurosystem monetary policy instruments and procedures, European Central Bank, Frankfurt, str. 57.

¹⁶ Živančević M., "Instrumenti monetarne politike Evropske centralne banke", Bankarstvo, Udruženje banaka i drugih finansijskih organizacija Srbije, 5-6/2003., str. 17.

¹⁷ The Implementation of the Monetary Policy in the Euro Area (2005) European Central Bank, Frankfurt, str. 59.

¹⁸ Isto, str. 59.

banke se umanjuju za iznos obaveza prema NBS, za iznos obaveza prema bankama koje izdvajaju obaveznu rezervu kod NBS, za iznos plasmana u humanitarne svrhe odobrenih iz deviznih kredita primljenih od međunarodnih finansijskih organizacija po osnovu ugovora koji su zaključeni od 31. decembra 2004. godine, za iznos dugoročnih stambenih kredita, pod uslovom da su osigurani kod Nacionalne

korporacije za osiguranje stambenih kredita i za iznos deviznih sredstava blokiranih pre 31. decembra 2000. godine.

Obračun obavezne rezerve banke vrše jedanput mesečno, 10. u mesecu, primenom odgovarajuće stope na iznos prosečnog dnevnog stanja dinarskih i deviznih sredstava koji čini osnovicu za obračun obavezne rezerve u prethodnom kalendarskom mesecu. Obračun

Tabela 4. Uporedni pregled instrumenta obavezne rezerve ECB i NBS

<i>Evropska centralna banka</i>	<i>Narodna banka Srbije</i>
Obaveze uključene u osnovicu za obračun obavezne rezerve	
<i>Pozitivna stopa se primenjuje na:</i> - prekonoćne depozite, - oročene depozite do dve godine, - oročene depozite do dve godine koji se mogu povući pre roka dospeća <i>Nulta stopa se primenjuje na:</i> - depozite oročene preko dve godine, - depozite koji su opozivi po isteku dve godine, - repo transakcije, - obveznice sa rokom dospeća preko dve godine	<i>Pozitivna stopa se primenjuje na:</i> - dinarske depozite <i>Nulta stopa se primenjuje na:</i> - devizne depozite
Obaveze koje nisu uključene u osnovicu za obračun obavezne rezerve	
Obaveze prema: - kreditnim institucijama, - ECB, - nacionalnim centralnim bankama	Obaveze prema: - NBS, - bankama koje izdvajaju obaveznu rezervu kod NBS, - iznos plasmana u humanitarne svrhe odobrenih iz deviznih kredita primljenih od međunarodnih finansijskih organizacija po osnovu ugovora koji su zaključeni od 31. decembra 2004. godine, - iznos dugoročnih stambenih kredita, pod uslovom da su osigurani kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i za iznos deviznih sredstava blokiranih pre 31. decembra 2000. godine.
Stopa za obračun obavezne rezerve	
2%	- po stopi od 10% na dinarsku osnovicu i po stopi od 45% na deo dinarske osnovice koju čine dinarski depoziti indeksirani deviznom klauzulom i depoziti i krediti u dinarima primljenim iz inostranstva, - po stopi od 45% na deviznu osnovicu, po stopi od 40% na deo devizne osnovice koju čini devizna štednja položena kod banaka, po stopi od 20% na deo devizne osnovice koju čine devizne subordinirane obaveze, i po stopi od 100% na deo devizne osnovice koju čine devizna sredstva koja davaoci lizinga drže na posebnom računu otvorenom kod banke.
Period obračuna obavezne rezerve	
Dva meseca	Svakog 10. u mesecu
Kamatna stopa na izdvojenu obaveznu rezervu	
Prosečna nedeljna kamatna stopa ECB na glavne operacije za refinansiranje, ponderisane u zavisnosti od broja dana perioda održavanja	2,5% na dinarska sredstva

Izvor: ECB i NBS

i izdvajanje dinarske obavezne rezerve vrši se u dinarima, dok obračun i izdvajanje devizne obavezne rezerve vrši se u evrima, s tim da pojedine banke, zbog deviznog rizika, mogu da obavezu rezervu izdvajaju i u SAD dolarima.

Banke su dužne da u obračunskom periodu održavaju prosečno dnevno stanje izdvojene dinarske odnosno devizne obavezne rezerve u visini obračunate dinarske odnosno devizne obavezne rezerve, s tim da dnevno stanje izdvojene dinarske odnosno devizne obavezne rezerve može biti veće ili manje od obračunate obavezne rezerve. Kamata po osnovu obavezne rezerve obračunava se i plaća, odnosno naplaćuje u valuti u kojoj se vrši obračun obavezne rezerve. NBS plaća bankama kamatu u dinarima po kamatnoj stopi od 2,5% na godišnjem nivou, dok se na devizna sredstva ne plaća kamata.¹⁹

Nezavisnost i odgovornost

ECB

U skladu sa članom 107. Mاستrihtskog sporazuma²⁰ ECB treba da deluje apsolutno nezavisno u svoje ime i zarad svojih ciljeva i interesa. Da bi obezbedila svoje ciljeve, prvenstveno stabilnost cena, Evropska centralna banka je oko sebe podigla zid da se zaštiti od mešanja politike. U pregovorima koji su vodili Mastrihtu, ključna debata, pored institucionalne strukture i načina donošenja odluka, vođena je u vezi stepena nezavisnosti centralne banke, kako bi se ECB zaštitila od političkih uticaja.

Evropska centralna banka mora da ispuni svoja ovlašćenja. Međutim, ona to, poput ostalih institucija, može da čini i da sistemski greši. Takođe, to je može dovesti do toga da radi stvari suprotno ovlašćenjima koje ima. Stoga je važno da postoji mehanizam za proveru da li ECB ispunjava svoj mandat, i ako to nije slučaj da se primene sankcije.

Sporazum, zbog toga, kombinuje nezavisnost ECB (i ostalih nacionalnih centralnih banaka) u zadovoljavaju ciljeva Evrosistema sa obezbeđenjem.²¹

- demokratske odgovornosti ECB,
- uspešnih dijaloga i kooperacije između ECB i institucija i tela Zajednice,
- zakonske kontrole delovanja ECB od strane Evropskog suda pravde,
- spoljašnjeg ispitivanja i proveravanja finansijskog menadžmenta ECB.

Odgovornost centralne banke podrazumeva odgovornost za odluke i akcije koja ona sprovodi i koje mora da opravda i objasni. Najčešće se to objašnjavanje i opravdavanje vrši ex post.

U širem smislu, odgovornost se dovodi u vezu sa transparentnošću. Transparentnost ne znači samo objavljivanje informacija, već i obezbeđenje jasnosti, kako bi javnost te informacije razumela. Nezavisnost ECB je direktno povezana sa potrebom za transparentnošću i odgovornošću.

Treba naglasiti da je potpuna transparentnost u pogledu fundamentalnih informacija praktično neizvodljiva. Posebno, ako se ima u vidu da veći stepen otvorenosti ne znači istovremeno i veću transparentnost. Cilj treba da bude obezbeđenje jasnosti tj. jasne komunikacije sa javnošću, kako bi se postiglo potpuno razumevanje od strane javne publike i time izbegli nesporazumi i pogrešna očekivanja.

Uprkos institucionalnim i političkim razlikama, odredbe i procedure za obezbeđenje odgovornosti ECB, zahtevaju od ECB da ispuni obaveze odgovornosti ne manje efektivnije i adekvatnije nego konvencionalne centralne banke u nacionalnom kontekstu.

Kao institucionalno telo osnovano Mastrihtskim sporazumom, i delujući u skladu sa ograničenjima i moćima koji su joj dodeljeni, Evropska centralna banka je prvo i najvažnije odgovorna građanima država članica koje su potvrđene i ratifikovane Sporazumom. To zahteva transparentnost u svim oblastima koje su od značaja za ispunjavanje njenog mandata, kao i spremnost da, na sistematičan i konzistentan način, saopšti javnosti sve informacije koje su relevantne za njeno odlučivanje.

¹⁹ www.nbs.yu

²⁰ Janjević, M. (1998) Evropska monetarna unija, Međunarodna politika i dr., Beograd, str. 315-316.

²¹ ECB (2004) The European Central Bank - History, Role and Functions, European Central Bank, Frankfurt, str. 121.

Sporazumom su utvrđene ekstenzivne obaveze izveštavanja čime je obezbeđen okvir odgovornosti ECB prema evropskoj javnosti:

- članom 113. Mastihtskog sporazuma, od ECB se očekuje da prezentuje Evropskom Parlamentu, Evropskoj Komisiji i Evropskoj savetu godišnje izveštaje o aktivnostima ESCB i karakteru monetarne politike za tekuću i prethodnu godinu,²²
- članom 15. Statuta ESCB, Evropska centralna banka je u obavezi da priprema i publikuje izveštaj o aktivnostima ESCB najmanje na svaka tri meseca, a svake nedelje da objavljuje konsolidovani finansijski izveštaj ESCB.²³

ECB objašnjava i opravdava svoje odluke direktno javnosti kroz publikacije na svim jezicima Zajednice. U regularnim publikacijama Saveta guvernera ocenjuje se ekonomska situacija i rizici za stabilnost cena, što predstavlja važan deo zahteva za transparentnošću. Odluke o monetarnoj politici redovno se saopštavaju u štampi, na konferencijama koje se održavaju odmah nakon prvog sastanka Saveta guvernera u mesecu. U publikaciji Mesečni izveštaj publikuju se detaljnije informacije, kao i u govorima guvernera i u obraćanju predsednika ECB Evropskom parlamentu. Uz to, posle svakog sastanka Saveta guvernera, predsednik Evropske centralne banke objašnjava novinarima šta je odlučeno. Na sajtu ECB, mogu se i vizuelno pratiti i preuzeti brojne konferencije i govori zvaničnika ECB. Sa svojim mesečnim konferencijama za novinare, ECB je prva centralna banka koja je saopštavala tako ekstenzivne i otvorene izveštaje u realnom vremenu.

U prilog tome, Mastihtskim sporazumom obezbeđen je regularni dijalog izabranih zvaničnika od strane evropskih građana, kao što je Evropski parlament kao reprezent demokratske odgovornosti.

NBS

Nezavisnost NBS obezbeđena je članovima 2., 75. i 76. Zakona o Narodnoj banci Srbije i članom 55. Zakona o budžetskom sistemu. U

tim članovima jasno je istaknuto da se izbor guvernera ne poklapa sa parlamentarnim izborima, kako bi se osigurala nezavisnost od politike, da je NBS finansijski nezavisna i da je izbegnuta fiskalna dominacija jer je finansiranje budžetskog deficita ograničenog obima i mora se vratiti u toku kalendarske godine.

Odgovornost NBS je obezbeđena novom strategijom monetarne politike, od 30. avgusta 2006. godine u kojoj se naglašava da će NBS redovno obaveštavati javnost o ispunjenju svojih ciljeva i o koracima koje preduzima radi njihovog ostvarenja u budućnosti. NBS će javnost direktno informisati putem tromesečnog Izveštaja o inflaciji i redovnih konferencija za novinare posle sednica Monetarnog odbora na kojima se donose odluke.

Zaključna razmatranja

Srbija mora biti usmerena ka putu evropskih integracija. Sledeći korak na tom putu predstavlja potpisivanje Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju. U pitanju je Sporazum koji se zaključuje između država potencijalnih kandidata i EU, čime počinje institucionalizacija odnosa sa EU. Sporazum treba da omogući sprovođenje reformi i usklađivanje sa svim standardima EU. Proces pridruživanja Srbije EU će zahtevati brojne promene u privrednom sistemu i u strukturi i organizaciji naše privrede. Za ostvarenje cilja pridruživanja EU, tj. EMU, neophodna je harmonizacija monetarne politike, bankarskog sistema, pravne regulative i statistike sa standardima EU. Harmonizacija monetarnih politika u procesu pristupanja EU predstavlja neminovnost, pa je izuzetnim nameće analiza usaglašenosti monetarne politike NBS sa monetarnom politikom ECB.

Strategija ECB, koju je potvrdio i razjasnio Savet guvernera u maju 2003. godine, bazirana je na sveobuhvatnoj analizi ocene rizika koji ugrožavaju stabilnost cena. Prva perspektiva ove analize se odnosi na srednjoročno determinisanje kretanja nivoa cena, sa akcentom na realne aktivnosti i finansijske uslove u ekonomiji. Zasniva se na stanovištu

²² Isto, str. 129.

²³ Janjević, M. (1998) Evropska monetarna unija, Međunarodna politika i dr., Beograd, str. 320.

da je kretanje cena u srednjem roku pod velikim uticajem i međuodnosom ponude i tražnje za dobrima, uslugama i faktorima proizvodnje. To je ekonomska analiza. Druga perspektiva odnosi se na monetarnu analizu, usmerenu na dugi rok, koja istražuje dugoročnu povezanost između novca i cena. Monetarne analize služe kao sredstvo provere, od srednjeg ka dugom roku, kratkoročnih i srednjoročnih pokazatelja koji se javljaju u ekonomskim analizama. Ove analize imaju za cilj da obezbede da se u razmatranje uključe sve relevantne informacije. Za razliku od ECB, NBS koristi strategiju inflacionog targetiranja. Nedostaci te strategije su a) fokusiranje isključivo na predviđanje inflacije ne obezbeđuje sadržajan i podesan okvir za identifikovanje problema koji prete ugrožavanju stabilnosti cena, b) teško je integrisati informacije sadržane u monetarnim agregatima u inflaciona predviđanja, koja su bazirana na konvencionalnim makroekonomskim modelima, c) postoje nepredvidivi faktori koji mogu da izazovu promenu stope inflacije u targetiranom periodu, kao što su finansijske neravnoteže i politička situacija, koja ima uticaja na psihološki efekat inflacije, d) prisutna je promenljivost deviznog kursa, koji NBS brani isključivo na kratak rok.

Za razliku od ECB, gde kamatna stopa predstavlja prelazni target monetarne politike, kod nas tu funkciju preuzimaju monetarni agregati (M_1 , M_2 , M_3). Pored prelaznih targeta, koji se teško kontrolišu, ali su bliži ciljevima postoji i operativni targeti, koji se lako kontrolišu, ali su udaljeni od ciljeva. Kod ECB operativni target predstavlja referentna

kamatna stopa (međubankarska stopa na prekonoćne kredite), NBS kao operativne targete koristi:

- nepozajmljene rezerve (višak likvidnosti),
- primarni novac.

Kod operacija na otvorenom tržištu u našoj zemlji, aukcijsko trgovanje hartijama od vrednosti između NBS i banaka, može biti po fiksnoj kamatnoj stopi (aukcije na kojima se kupuju, odnosno prodaju HOV po kamatnoj stopi koju je NBS unapred fiksno utvrdila i saopštila učesnicima) i po varijabilnoj kamatnoj stopi (aukcije na kojima se kupuju, odnosno prodaju HOV po kamatnoj stopi koja se formira na bazi ponude i tražnje učesnika u kupoprodajnim transakcijama). U ECB, počev od 27. juna 2000. godine glavni vid pozajmljivanja za refinansiranje u Evrosistemu sprovodi se samo po varijabilnim kamatnim stopama. Frekventnost glavnih operacija za refinansiranje, kod ECB, iznosi jednom nedeljno ročnosti takođe jedne nedelje, a operacija za refinansiranje mesec dana, sa rokom od 3 meseca. U NBS operacije na otvorenom tržištu sprovode se redovnim aukcijama (sredom i petkom) i vanrednim (ad hoc), ročnosti 2 nedelje. Transakcije sa tržišnim uticajem na regulisanje nivoa kamatnih stopa na međubankarske pozajmice obavljaju se 2 puta mesečno (ponedeljkom), sa rokom od 6 meseci.

Ako posmatramo stalno raspoložive kredite ECB, tj. njihove konstitutivne delove marginalne kredite i depozitne olakšice, primetno je da su oni skoro identični sa lombardnim kreditima

NBS i deponovanjem viškova likvidnih sredstava banka kod NBS tj. depozitnim olakšicama. Razlika je u lombardnim kreditima koji se odobravaju na najveće 45 radnih dana neprekidno ili 60 dana sa prekidima u toku 120 dana, za razliku od marginalnih kredita ECB koji imaju prekonoćnu dospelost.

Obavezna rezerva, kao instrument monetarnog regulisanja, se u velikoj meri razlikuje između ECB i NBS, počev od stope obavezne



Nova zgrada Narodne banke Srbije

rezerve koja je kod nas veća za 8%, zatim osnovice za obračun obavezne rezerve i kamatne stope koja kod NBS ima fiksni iznos za razliku od ECB gde zavisi od prosečne nedeljne kamatne stope ECB na glavne operacije za refinansiranje.

U cilju približavanja Srbije Evropskoj Uniji, Narodna banka Srbije, kao centralna finansijska institucija, mora izvršiti određena prilagođavanja sa ECB. Organizaciju, ulogu i principe NBS, kao i ciljeve monetarne politike i instrumente monetarnog regulisanja treba

harmonizovati sa ECB i minimizirati odstupanja. NBS je dosta toga već uradila i uspešno smanjila inflaciju na nivo ispod 7%. Međutim, aktuelna politička situacija i najava izbora guvernera (da bi se izbegao politički uticaj, u većini razvijenih tržišnih ekonomija, izbor guvernera se vrši na period od 10 godina) sa parlamentarnim izborima, što je protivno Zakonu o Narodnoj banci Srbije, ne obećava blistavu budućnost. NBS, zbog makroekonomske stabilnosti, mora biti zaštićena od svih vrsta uticaja koji bi mogli da ugroze njeno funkcionisanje.

Literatura

1. Alesina, A. i Peroti, R. (2004) "The European Union: a politically incorrect view", The Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, no. 4, str. 27-48.
2. Amicorum L. i Garavelli Z. P. (2005) Legal Aspects of the European System of Central Banks, European Central Bank, Frankfurt
3. Angelini, P. (2002) Liquidity and Announcement Effects in the Euro Area, Banca d'Italia, Roma
4. Angeloni, I. i Ehrmann, M. (2003) Monetary Policy Transmission in the Euro Area: Any Changes after EMU? European Central Bank, Frankfurt am Main
5. Apel Emmanuel (1998) European Monetary Integration 1958-2002, Routledge, London
6. Ayuso, J. i Repullo, R. (2003) "A Model of the Open Market Operations of the European Central Bank", The Economic Journal, Vol. 113, no. 490, str. 1-26.
7. Baimbridge M. i Whyman P. (2003) Economic and Monetary Union in Europe, Edward Elgar, Northampton
8. Bakker, M. R. i Gross, A. (2004) Development of Non-bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries, The World Bank, Washington
9. Bayoumi, T. et al. (2004) Exchange Rate Regimes, International Linkages and the Macroeconomic Performance of the New Member States, European Central Bank, Frankfurt am Main
10. Beetsma R. et al. (2004) Monetary Policy, Fiscal Policies and Labour Markets: macroeconomic policymaking in the EMU, Cambridge University Press, Cambridge; New York
11. Blanchard, O. (2004) "The Economic Future of Europe", The Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, no. 4, str. 3-26.
12. Buti M. (2003) Monetary and Fiscal Policies in EMU: interactions and coordination, Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom
13. CBP (2002) Euro in the International Arena, Central Banking Publication, London
14. Collingen, S. i Schwarzer, D. (2002) The Powers of Ideas: the Contribution to the Euro by the Association for the Monetary Union of Europe, Routledge, London
15. Crouch, C. (2001) After the Euro: Shaping Institutions for Governance in the Wake of European Monetary Union, Oxford University Press, Oxford
16. Dutzler, B. (2003) The European System of Central Banks: an autonomous actor? The quest for an institutional balance in EMU, Springer, Wien; New York
17. Đukić, Đ. (2001) Centralna banka i finansijski sistem, Litopapir, Čačak
18. Ehrmann, M. et al. (2001) Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Banca d'Italia, Roma
19. Ehrmann M. i Angeloni I. (2003) Monetary

- Policy Transmission in the Euro Area: any changes after EMU, Working paper No. 716, European Central Bank, Frankfurt
20. Eijffinger, S. i Haan de, J. (2000) European Monetary and Fiscal Policy, Oxford University Press, Oxford
 21. Fabris N. (2006) Eurizacija kao instrument monetarne politike Srbije?, Ekonomski anali br. 168, januar-mart, Ekonomski fakultet, Beograd
 22. Fagan G. i Gaspar V. (2007) Adjusting to the Euro, Working paper No. 716, European Central Bank, Frankfurt
 23. Ferrero A. (2005) Fiscal and Monetary Rules for a Currency Union, European Central Bank, Frankfurt
 24. Funck, B. i Pizzati, L. (2003) European Integration, Regional Policy and Growth, The World Bank, Washington, D. C.
 25. Gern, K. J. et al. (2004) European Monetary Integration after EU Enlargement, Institut fur Weltwirtschaft, Kiel
 26. Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I., Tristani, O. (2001) Monetary Policy in the in the Euro Area: Strategy and Decision-making at the European Central Bank, Cambridge University Press, Cambridge
 27. Issing O. (2002) Should we have Faith in Central Banks, The Institute of Economic Affairs. London
 28. Jovanović, M. (2004) European Economic Integration Limits and Prospects, Routledge, London
 29. Jurgen von, H. i Traistaru, I. (2004) Macroeconomic Adjustment in the New EU Member State, European Central Bank, Frankfurt am Main
 30. Kleinman, M. (2003) A European Welfare State? European Union social policy in context, Palgrave, Houndmills; New York
 31. Loureiro, J. (1996) Monetary Policy in the European Monetary Sistem, Springer, Berlin
 32. Marinković T. S. (2006) "Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja", Ekonomski anali br. 168, januar-mart, Ekonomski fakultet, Beograd
 33. Marković, D. (2003) Monetarne finansije, Lomović i ostali, Kragujevac
 34. Martin A. i Ross G. (2004) Euros and Europeans, Cambridge University Press, Cambridge
 35. McDonald, F. i Dearden, S. (2005) European Economic Integration, Pearson Education: Prentice Hall, Harlow
 36. Mishkin S., F. (2004) Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Prevod sa engleskog jezika sedmog izdanja knjige, Data status, Beograd
 37. Oldrich, D. (2004) "Adopting the Euro: brake on or engine for true convergence?", Eastern European Economics, Vol. 42, no. 2, str. 45-62.
 38. Padoa-Schiopa, T. (2000) The Road to Monetary Union in Europe, Oxford University Press, Oxford
 39. Papaspyrou, T. S. (2004) EMU Strategies: lessons from past experience in view of EU enlargement, Bank of Greece, Athens
 40. Pogorelec S. (2006) Fiscal and Monetary Policy in the Enlarged European Union, European Central Bank, Frankfurt
 41. Roland, G. (2004) After Enlargement: Institucional Achievement and Prospect in the New Member States, European Central Bank, Frankfurt am Main
 42. Scheller, H. (2004) The European Central Bank - History, Role and Function, European Central Bank, Frankfurt am Main
 43. Sellon-Gordon, H. (2004) "Expectations and the Monetary Policy Transmission Mechanism", Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Vol. 89, no. 4, str. 5-41.
 44. Walsh, C. E. (2003) Monetary Theory and Policy, The MIT Press, London
 45. www.ecb.int
 46. www.ec.europa.eu/eurostat
 47. www.euribor.org
 48. www.nbs.bg.ac.yu
 49. www.nbs.yu

Rezime

Sa nastankom Evropske monetarne unije, nacionalne centralne banke postale su deo novog sistema centralnog bankarstva, koji se naziva Evrosistem. Njega sačinjavaju Evropska centralna banka i nacionalne centralne banke zemalja članica koje su prihvatile evro. Ove nacionalne centralne banke izgubile su svoj monetarni suverenitet i više ne donose samostalno odluke. Uporedo sa ovim sistemom funkcioniše i Evropski sistem centralnih banaka (ESCB), koji obuhvata svih 27 država članica Evropske unije. Sve države EU nisu istovremeno članice EMU, a osim Danske, Švedske i Velike Britanije, sve žele da to postanu. Kao preduslov za u članjenje u EMU, države moraju ispuniti određene kriterijume konvergencije, zato što među državama postoje značajne razlike, koje imaju svoje političko i institucionalno poreklo, a koje mogu da utiču na efikasnost integracije. Sve to nameće potrebu za komparativnom analizom stanja u kome se nalazi naša država u odnosu na Evrozonu. Upravo, iz tih razloga, ovaj rad treba da pruži korisnu osnovu, u kojoj je meri monetarna politika NBS saglasna ili odstupa od monetarne politike ECB i EMU, koje predstavljaju naš konačni cilj na putu evropskih integracija.

Ključne reči: Evropska monetarna unija, Evropska centralna banka, Narodna banka Srbije, Monetarna politika, Instrumenti monetarnog regulisanja

Abstract

With the establishment of the European Monetary Union, national central banks became a part of a new system of central banking called Eurosystem. It is constituted of the European Central Bank and national central banks of member states that accepted euro as a currency. The national central banks lost their monetary sovereignty and can no longer make decisions autonomously. Operating concurrently with this system, there is the European System of Central Banks (ESCB), comprised of all 27 states that are members of the European Union. Not all states that are members of the EU are the members of the EMU, which is something they all, save for Denmark, Sweden and Great Britain, wish to become. As a prerequisite for joining the EMU, the states must meet certain convergence criteria, because of the significant disparities with political and institutional background between the states that can affect the efficiency of integration. All of this imposes a necessity for a comparative analysis of the circumstances our country is in relation to the Eurozone. It is precisely for that reason that this work is meant to provide a useful foundation concerning the degree up to which the monetary policy of the National Bank of Serbia is consistent or inconsistent with the monetary policy of the ECB and the EMU, which is our ultimate goal on our way towards European integrations.

Key word: European Monetary Union, European Central Bank, National Bank of Serbia, Monetary Policy, Monetary Policy Instruments