Mr Srđan Furtula* UDK 338.23:336.74(497.11)

REFERENTNA KAMATNA STOPA NARODNE BANKE SRBIJE KAO INSTRUMENT REGULISANJA INFLACIJE

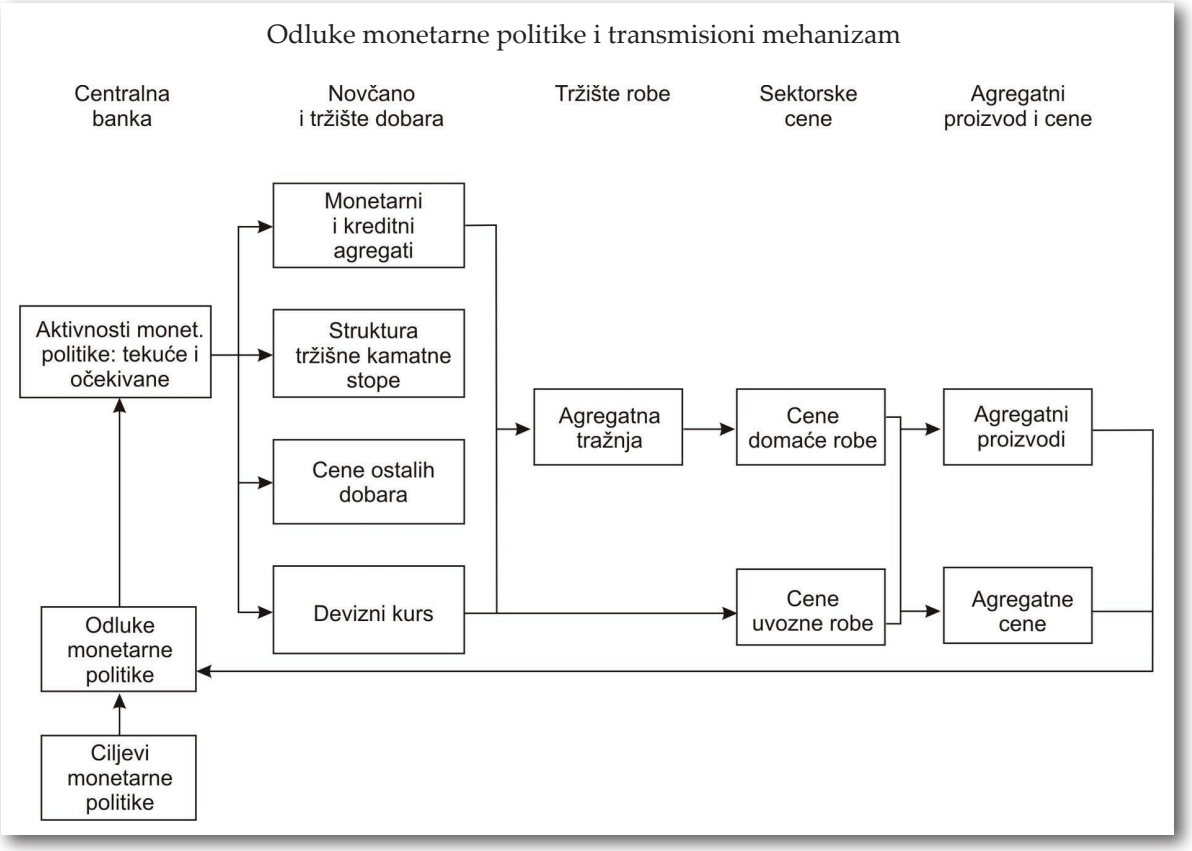
Na sednici Monetarnog odbora Narodne banke Srbije 2006. godine usvojene su nove mere i novi principi sprovođenja monetarne politike usmerene na ostvarenje ciljeva u pogledu inflacije. Radi ostvarivanja osnovnog cilja postizanja i održavanja stabilnosti cena, NBS će održavati cenovnu stabilnost u okviru projektovanog inflatornog koridora uz korišćenje referentne kamatne stope kao osnovnog instrumenta i ostalih mera monetarne politike kao pomoćnog instrumentarijuma.

* Ekonomski fakultet Kragujevac

Transmisioni mehanizam monetarne politike

Transmisioni mehanizam monetarne politike predstavlja proces preko koga monetarna politika utiče na makroekonomske agregate, kao što su agregatna tražnja, proizvodnja i cene. On se ispoljava kroz različite kanale i utiče promenljivom brzinom i intezitetom na različite agregate i tržišta. Identifikacija transmisionih kanala omogućava da se utvrdi najefikasniji skup instrumenata monetarne politike i vreme početka njihove primene.

Veza između transmisionog mehanizma i mera monetarne politike predstavljena je *slikom 1. (Izvor:* www.nbs.rs)



Individualne veze preko kojih monetarna politika utiče na makroekonomske agregate i cene nazivaju se kanali transmisije.

Dugački lanac koji povezuje odluke monetarne politike i nivo cena počinje sa ciljevima i odlukama monetarne politike, koja promenom količine novca uzrokuje promenu kamatne stope, što ima za posledicu promenu agregatne tražnje, agregatnih cena i agregatnog proizvoda. Emitovanjem primarnog novca, centralna banka obezbeđuje depozitna sredstva i sredstva likvidnosti bankama i time može uspešno da determiniše kamatne stope. Ovim procesom, centralna banka može da izvrši dominantni uticaj na novčano tržište. Promene u kamatnim stopama novčanog tržišta, s druge strane, utiču na druge kamatne stope, mada u različitim stepenima. Primera radi, promene u kamatnim stopama novčanog tržišta utiču na aktivne kamatne stope koje banke zaračunavaju na kratkoročne pozajmice. Pored toga, očekivanja budućih promena kamatnih stopa utiču na dugoročne kamatne stope. Međutim, kamatne stope novčanog tržišta imaju manje direktan uticaj na dugoročne kamatne stope. Drugim rečima, centralna banka direktno utiče na kratkoročne kamatne stope, dok uticaj na dugoročne kamatne stope zavisi od očekivanja budućih trendova.

Promene u kamatnim stopama utiču na potrošnju, štednju i investicione odluke domaćinstava i firmi. Više kamatne stope smanjuju interes domaćinstava i preduzeća da uzimaju zajmove u cilju potrošnje i investicija, a povećavaju motive za štednju pošto se njihova štednja u tom slučaju povećava.

U suprotnom slučaju, što je niži nivo kamatne stope veći je broj domaćinstava i preduzeća koja

pozajmljuju novac za kupovinu roba i usluga. To sa svoje strane povećava agregatnu tražnju, a time i proizvodnju i investicije.

Promene u deviznom kursu utiču na inflaciju na tri načina. Prvo, fluktuacije deviznog kursa mogu promeniti domaće cene uvoznih dobara. Ukoliko devizni kurs apresira, cene uvoznih dobara će padati, što će direktno smanjiti inflaciju ako se ti proizvodi koriste za potrošnju. Drugo, ukoliko se ta uvozna dobra koriste kao inputi u proizvodnim procesima, niže cene inputa mogu, tokom vremena, biti infiltrirane u niže cene finalnih dobara. Treće, ukoliko apresijacija deviznog kursa učini domaće proizvode manje konkurentnim, smanjiće se tražnja i inflacioni pritisak. Jačina efekata deviznog kursa zavisi od otvorenosti ekonomije ka međunarodnoj trgovini. Efekti deviznog kursa su manje važni za veliku, relativno zatvorenu zonu kao što je Evrozona, nego za male otvorene ekonomije.

Drugi kanali preko kojih deluje monetarna politika zavise od očekivanja privatnog sektora. Ukoliko centralna banka uživa veći stepen kredibiliteta u ispunjavanju svojih ciljeva, monetarna politika ima jak direktni uticaj na nivo cena, pre svega, preko očekivanja ekonomskih subjekata o budućoj inflaciji.

Dinamički proces monetarne transmisije uključuje brojne različite mehanizme i akcije ekonomskih subjekata u različitim fazama procesa. Kao rezultat toga, uticaj monetarne politike na cene ispoljava se tek nakon izvesnog vremena.

Identifikovanje transmisionog mehanizma monetarne politike usložnjeno je činjenicom da je, u praksi, ekonomski razvoj permanentno uzrokovan šokovima iz brojnih različitih izvora. Primera radi, promene u cenama nafte ili druge robe ili kontrolisanih cena mogu imati kratkoročni, direktan uticaj na inflaciju. Slično tome, dešavanja u svetskoj ekonomiji ili u fiskalnim politikama utiču na agregatnu tražnju i nivo cena. Zbog toga, monetarna politika mora, ne samo da kontroliše transmisione mehanizme, već i sva druga dešavanja relevantna za buduću inflaciju, u cilju izbegavanja bilo kakvih inflacionih trendova koji bi bili u suprotnosti sa ciljem stabilnosti cena.

Razumevanje transmisionih mehanizama je od ključne važnosti za monetarnu politiku. Zbog toga ne iznenađuje činjenica što su u brojnim studijama učinjeni pokušaji da se baci više svetla na područije interakcionih odnosa u okviru transmisione politike.

Glavni kanali monetarnog transmisionog mehanizma Narodne banke Srbije su:[1]

- kanal kamatnih stopa,
- kanal deviznog kursa,
- kanal cena aktive,
- dva kreditna kanala:
- kanal bankarskog kredititranja,
- bilansni kanal.

Uticaj referentne kamatne stope na regulisanje nivoa cena preko transmisionog kanala kamatnih stopa

Primarni cilj monetarne politike Narodne banke Srbije je istovetan primarnom cilju Evropske centralne banke, a to je 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 2008. godinu taj koridor iznosi od 3% do 6%. 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. Radi ostvarivanja osnovnog cilja postizanja i održavanja stabilnosti cena, NBS će održavati cenovnu stabilnost u okviru projektovanog inflatornog koridora uz korišćenje referentne kamatne stope kao osnovnog instrumenta i ostalih mera monetarne politike kao pomoćnog instrumentarijuma.

Kanal kamatnih stopa predstavlja najvažniji kanal monetarnog transmisionog mehanizma u razvijenim tržišnim ekonomijama. Ispoljava se tako što centralna banka, promenom referentne kamatne stope, izaziva promene kratkoročnih nominalnih kamatnih stopa, koje, u skladu sa

[1] www.nbs.rs

inflatornim očekivanjima, utiču na dugoročne kamatne stope. Dugoročne realne kamatne stope utiču na obim i strukturu potrošnje, sklonost ka štednji i investicijama. Prosečna kamatna stopa može se smatrati reprezentativnom, odnosno referentnom ako ima tri glavne karakteristike.

Prvo, izračunava se na "dubokom", likvidnom tržištu. Takvo je tržište veoma konkurentno, tako da nijedan učesnik ne može uticati na kamatnu stopu velikim iznosom kredita/depozita ili namernom manipulacijom. Izračunavanje ravnotežnog proseka na osnovu velikog broja transakcija osigurava reprezentativnost i stabilnost tako izračunate kamatne stope.

Drugo, referentna kamatna stopa nalazi se pod uticajem osnovnih kamatnih stopa tržišta novca. Centralne banke određuju osnovne kamatne stope tržišta novca saglasno ciljevima monetarne politike.

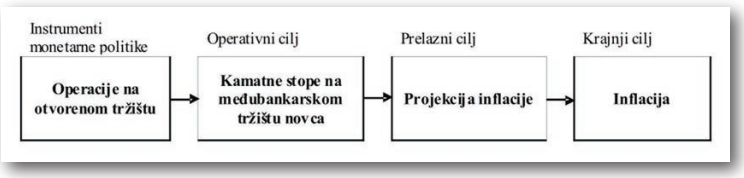
Treće, reprezentativnost kamatne stope čini je referentnom. To znači da se u mnogim ugovorima o zajmovima pojavljuje kao osnovica za izračunavanje krajnje pasivne kamatne stope koju plaća dužnik. Na taj način aktivna kamatna stopa postaje varijabilna zavisno od kretanja referentne kamatne stope.

U našoj zemlji, pored trenutno dominantne uloge kanala deviznog kursa, svakodnevno se povećava značaj transmisionog kanala kamatnih stopa, koji se može predstaviti i grafički *slikom 2*.[2]

U skladu sa željom Narodne banke Srbije da prilagodi vođenje monetarne politike sa Evropskom centralnom bankom, NBS koristi tri osnovna instrumenta, koji su potpuno identični sa instrumentima monetarnog regulisanja Evropske centralne banke:

1. operacije na otvorenom tržištu,
2. stalno raspoložive krediti (olakšice).
3. obavezna rezerva.

Operacije na otvorenom tržištu se sve više koriste kao instrument monetarnog regulisanja, tako da kanal kamatnih stopa dobija sve veći značaj. Tome, svakako, doprinosi razvoj finansijskog tržišta u našoj zemlji. Narodna banka Srbije koristi operacije na otvorenom tržištu kao indirektni tržišni instrument monetarne politike pomoću koga NBS vrši kupovinu i prodaju hartija od vrednosti. Ovim instrumentom se utiče na kratkoročne kamatne stope u cilju održavanja bazne inflacije u projektovanom okviru, što se može prikazati *slikom 3.*



Monetarni odbor NBS, u skladu sa smernicama za utvrđivanje kamatnih stopa po osnovu operacija na otvorenom tržištu, utvrđuje visinu referentne kamatne stope i osnovnih kamatnih stopa po kojima NBS naplaćuje od banaka i plaća bankama kamatu po osnovu transakcija na novčanom tržištu.

Referentna kamatna stopa predstavlja reper za sve kamatne stope na novčanom tržištu, odnosno koridor kamatnih stopa. To je najviša, odnosno najniža kamatna stopa koju NBS primenjuje u postupku sprovođenja repo transakcija prodaje, odnosno kupovine hartija od vrednosti, sa ročnošću od dve nedelje 2W (od 12 do 16 dana). Ona doprinosi održavanju bazne inflacije u projektovanom okviru. Promene referentne kamatne stope zasnivaju se na oceni tekuće ekonomske situacije, kretanju inflacije i njenoj srednjoročnoj projekciji. Ukoliko se oceni da je ugrožena stabilnost cena, tj. da će ostvarena inflacija biti viša od projektovane, referentna kamatna stopa se

[2] www.nbs.rs

projektuje naviše i obrnuto. Obim i vreme tih korekcija uzimaju u obzir odloženo delovanje monetarne transmisije i trenutno dominantnu ulogu kanala deviznog kursa.

Narodna banka Srbije izrađuje i objavljuje svoje projekcije inflacije. Monetarni odbor Narodne banke Srbije opredelio se za projekcije inflacije u čijoj je osnovi putanja referentne kamatne stope koju namerava da sledi centralna banka. Projekcije sadrže reakciju monetarne politike, tj. to su projekcije u kojima je putanja referentne kamatne stope endogeno determinisana. Putanja referentne kamatne stope (i deviznog kursa) za sada se ne objavljuje. Od početka 2007. godine, Narodna banka Srbije signalizira kretanje referentne kamatne stope u bliskoj budućnosti koje je konzistentno sa projektovanom inflacijom. Model za projekciju sadrži pravilo monetarne politike Tejlorovog tipa:[3]

$$i_t = a(i_{t-1}) + (1-a)\,[(r^*+\pi_t) + b(\pi_t-\pi^*)]$$

i_{t-1} predstavlja prethodnu referentnu kamatnu stopu; r^* je ravnotežna realna referentna kamatna stopa (tako da je $(r^*+\pi_t)$ ravnotežna nominalna referentna stopa); element $(\pi_t-\pi^*)$ predstavlja odstupanje (bazne) inflacije od cilja.

Pravilo definiše da referentna kamatna stopa treba da bude ispod neutralne kada je projektovana (bazna) inflacija ispod cilja i obrnuto. U skladu sa standardnom praksom centralnih banaka, pravilo sadrži element koji se odnosi na ublažavanje promena referentne kamatne stope (relativni značaj stabilizacije osnovnog instrumenta monetarne politike izražen je vrednošću parametra a, od 0 do 1). Za sada, funkcija reakcije ne sadrži eksplicitno jaz u planiranom i ostvarenom GDP-u, ali se značaj stabilizacije ekonomske aktivnosti ogleda, pre svega, u postepenom smanjenju ciljeva za inflaciju i postizanju cenovne stabilnosti (ukupne inflacije od oko 2%) od 2010. godine.[4] Naime, pravilo koje isključivo reaguje na projekciju inflacije, bez eksplicitne reakcije na autput jaz, može biti efikasno u stabilizaciji i inflacije i autputa ukoliko je duži horizont cilja. U dužem roku insistiranje na stabilnosti cena kao primarnom cilju dovodi do smanjenja varijacija autputa i zaposlenosti.

Referentne kamatne stope na svetskim finansijskim tržištima

U svetu finansija danas postoji nekoliko ključnih kamatnih stopa za nekoliko ključnih valuta. Najpoznatije među njima su svakako LIBOR (London Interbank Offered Rate). LIBOR, odnosno LIBOR-i se izračunavaju prema metodologiji Britanske bankarske asocijacije za različita dospeća i različite valute kojima se trguje na londonskom tržištu novca. LIBOR je prosečna dnevna referentna kamatna stopa bazirana na kamatnim stopama po kojima banke odobravaju kredite bez obezbeđenja.

LIBOR utvrđuje Britanska bankarska asocijacija[5] svakog dana, posle 11^h (najčešće negde oko 11^{45}) po Londonskom vremenu. USD LIBOR je kamatna stopa koju neka banka mora da plati kako bi joj neka druga banka koja posluje u Londonu posudila novac tako što će kod nje položiti depozit u američkim dolarima. EUR LIBOR je stopa na isti takav depozit u eurima. Panel banka koji se koristi da bi se utvrdio USD LIBOR iznosi 16 banaka, za EUR LIBOR, takođe 16 banaka, za australijski dolar i dansku krunu 8 banaka, a za kanadski dolar i švajcarski franak Panel obuhvata 12 banaka.

TIBOR (Tokio Interbank Offered Rate) objavljuje Japanska bankarska federacija[6] svakog radnog dana u 11^{00}, kao prosek

---

[3] Model videti na www.nbs.rs. U osnovi modela je Tejlorovo pravilo. Formulisao ga je John Taylor 1993. godine. Tejlor je istakao da centralne banke reaguju na odstupanja inflacije od njenog planiranog nivoa. Tejlorovo pravilo: $i_t = r^*+\pi_t + 1{,}5(\pi_t-\pi^*) + 0{,}5(y_t-y^*)$, gde je r^* ravnotežna realna referentna kamatna stopa, π_t stopa inflacije, $r^*+\pi_t$ ravnotežna neutralna referentna kamatna, $\pi_t-\pi^*$ odstupanje bazne inflacije od projektovane, odstupanje realnog GDP od planiranog. Tejlorovo pravilo sugeriše da u slučaju kada inflacija bude iznad (ispod) planirane, tada centralna banka podiže (spušta) referentnu kamatnu stopu. Ako je ostvareni GDP ispod planiranog, tada centralna banka treba da smanji referentnu kamatnu stopu.

[4] www.nbs.rs

[5] www.bba.org.uk

[6] www.zenginkyo.or.jp/en

kamatnih stopa ponuđenih u toku perioda od nedelje dana za međubankarsko pozajmljivanje bez obezbeđenja sa rokovima od nedelju dana pa sve do 12 meseci. Panel čini 16 banaka.

EONIA (European OverNight Index Avarage) je prosečna stopa kredita u evrima, roka od 24 časa bez obezbeđenja, koji se odobravaju na međubankarskom tržištu dnevnog novca. Jedna od dnevnih dužnosti ECB jeste da utvrđuje stopu Eonia i da je publikuje Evropskoj bankarskoj federaciji. Razlog zašto je kalkulacija Eonie u nadležnosti Evropske centralne banke jeste činjenica da je Eonia zavisila od iznosa noćnih pozajmica komercijalnih banaka koji su bili poverljivi. Izračunava se na osnovu dnevnih kotacija kamatnih stopa 51 banke Evrozone, članica Panel grupe. U Panel grupi nalaze se banke sa najvećim obimom transakcija na tržištu novca u Evrozoni. Panel grupa se sastoji od:

a) banaka država članica EMU,
b) banaka država članica EU i
c) velikih međunarodnih banaka država koje nisu članice EU, ali sa velikim učešćem u operacijama u Evrozoni.

Posle zatvaranja RTGS sistema u 18^{h}, sve banke iz panel grupe moraju, najkasnije do 18^{30}, da izveste Evropsku centralnu banku o svim neobezbeđenim pozajmicama i prosečnoj kamatnoj stopi po kojoj su odobrile pozajmice. Evropska centralna banka utvrđuje Eoniu između 18^{45} i 19^{00}, po centralnom evropskom vremenu. U normalnim okolnostima Eonia je blizu marginalnih stopa glavnih operacija refinansiranja, tj. referentne kamatne stope u Evrozoni.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) je kamatna stopa koja se nudi za međubankarsko pozajmljivanje sa malo dužim rokom. Euribor stopa je podržna od strane Evropske bankarske federacije (FBE), koja reprezentuje interese 5.000 banaka, velikih i malih, sa aktivom od 20.000 milijardi eura i preko 2,3 miliona zaposlenih,[7] u zemljama članicama EU, Norveške i Švajcarske. Određuje je Panel grupa banaka (ista grupa od 51 banke, koja učestvuje u utvrđivanju Eonia stope) kao prosek kamatnih stopa ponuđenih u toku perioda od nedelje dana za međubankarsko pozajmljivanje bez obezbeđenja sa rokovima od nedelju dana pa sve do 12 meseci. Utvrđuje se svakog dana od 10^{45} i najkasnije do 11^{h}.[8] To je ključna kamatna stopa tj. cena evra na evropskom međubankarskom tržištu i banke ovu kamatnu stopu koriste kao pasivnu kamatnu stopu na koju dodaju i svoj profit.

Intenziviranju upotrebe kanala kamatnih stopa u transmisiji monetarne politike doprinosi i organizovano kotiranje kamatnih stopa na srpskom tržištu u formi BEONIE i BELIBORA. BEONIA i BELIBOR se utvrđuju na isti način koji koristi Evropska monetarna unija prilikom utvrđivanja kamatnih stopa EONIE i EURIBORA.

BEONIA (Belgrade Overnight Index Avarage) je efektivna prekonoćna stopa izračunata kao ponderisani prosek svih prekonoćnih pozajmica na srpskom međubankarskom tržištu u kojima su učestvovale sve banke. Narodna banka Srbije obračunava i objavljuje stopu BEONIA i ukupan obim pozajmica svakog radnog dana u 19^{15}, po centralnom evropskom vremenu. Banke su dužne da na kraju radnog dana, najkasnije 30 minuta nakon zatvaranja RTGS sistema Narodne banke Srbije, dostave NBS sve neophodne podatke o prekonoćnim pozajmicama (sva dinarska sredstva koja su pozajmljena između banaka sa rokom vraćanja do kraja narednog dana). Minimalni iznos pozajmica za koje su banke dužne da dostave Izveštaj jeste 1.000.000 dinara. Narodna banka Srbije objavljuje BEONIA stopu svakog radnog dana, najkasnije 45 minuta posle isteka vremena predviđenog za razmenu poruka plaćanja u skladu sa operativnim pravilima, kojima se uređuje obračun u realnom vremenu po bruto principu.

BELIBOR (Belgrade Interbank Offered Rate) je referentna kamatna stopa za dinarska sredstva ponuđena od strane banaka Panela, na srpskom međubankarskom tržištu. BELIBOR stope se na Reuters sistemu računaju i objavljuju svakog radnog dana u 11^{h} odn. 11^{15} kao aritmetička sredina kotacija preostalih posle eleminisanja najviše i najniže stope,

[7] www.fbe.be
[8] www.euribor.org

sa dva decimalna mesta. BELIBOR stope se objavljuju na www.reuters.co.yu svakog radnog dana u 11:30.[9]

Zaključak

Osnovni instrument monetarne politike NBS postale su operacije na otvorenom tržištu, koje se zasnivaju na transakcijama sa hartijama od vrednosti izdatim od strane Republike Srbije i NBS. Uporedo sa razvojem finansijskog tržišta, povećava se značaj ovog instrumenta koji ima za zadatak podešavanje likvidnosti bankarskog sektora uz uticanje na visinu i strukturu kamatnih stopa na tržištu novca, kao i postizanje ciljane stope inflacije. Novim monetarnim okvirom, od 30. avgusta 2006. godine, usvojeni su novi principi kojima NBS ciljanu stopu inflacije postiže korekcijama kamatne stope na dvonedeljne repo operacije (2W repo rate), koja je glavna referentna kamatna stopa i ključni monetarni instrument NBS.

Početna vrednost referentne kamatne stope bila je 18%, da bi tokom 2007 godine pala na 9,5%. U junu 2008. godine referentna kamatna stopa je iznosila 15,75%, što govori o restriktivnosti mera monetarne politike u 2008. godine, koje su posledica internih faktora u vezi sa otcepljenjem Kosova, političkih izbora na svim nivoima, odlaganja formiranja nove vlade i brojih eksternih faktora uzrokovanih naftnim šokovima i rastom cena hrane.

Monetarni odbor je konstatovao da dosadašnji stepen restriktivnosti monetarne politike nije dovoljan da bi se do kraja ove godine bazna inflacija zadržala u planiranom okviru od tri do šest odsto. Ocenjeno je da su inflatorna očekivanja porasla i da su više cene derivata nafte i industrijskih prehrambenih proizvoda uticali na porast bazne inflacije, što je dovelo do toga da u drugom tromesečju bude iznad očekivane. Kao još jedan od razloga za povećanje referentne kamatne stope Monetarni odbor je naveo mogućnost fiskalne ekspanzije i porast zarada u javnom sektoru, imajući u vidu obaveze koje proističu iz budžeta. Monetarni odbor je naveo i da će pažljivo pratiti ekonomska kretanja i da će odrediti stepen restriktivnosti monetarne politike da bi obezbedio da se ostvare projekcije ciljane bazne inflacije za ovu i za narednu godinu.

U cilju priključenja Srbije EU i Evropskoj monetarnoj uniji, NBS izvršila je određena prilagođavanja sa Evropskom centralnom bankom. Organizaciju, ulogu i principe i instrumente monetarnog regulisanja je, u velikoj meri, harmonizovala sa ECB. U prilog tome jeste i modifikovana struktura instrumenata monetarne politike NBS. Narodna banka Srbije, istovetno kao ECB, sada koristi tri instrumenta monetarnog regulisanja: operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive kreditne olakšice i obaveznu rezervu. Iako je referentna kamatna NBS veća za čitavih 11,75% od referentne kamatne stope ECB i uprkos činjenici da će inflacija u Srbiji u 2008. godini biti dvocifrena, dok je u Evrozoni na nivou od 3%, primetno je da NBS čini sve kako bi Srbija bila deo evropskih integracija.

[9] www.reuters.co.yu

Literatura

1. Angeloni, I. i Ehrmann, M. (2003) *Monetary Policy Transmission in the Euro Area: Any Changes after EMU?* European Central Bank, Frankfurt am Main
2. Ayuoso, 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.
3. Blanchard, O. (2004) "The Economic Future of Europe", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, no. 4, str. 3-26.
4. 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
5. Crouch, C. (2001) *After the Euro: Shaping Institutions for Governance in the Wake of European Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford
6. De Grauwe, P. (2002) *Economics of Monetary Union,* Oxford University Press, Oxford
7. Dyson K. (2006) *Enlarging the Euro Area: External Empowerment and Domestic Transformation in East Central Europe*, Oxford University Press, Oxford
8. Đukić, Đ. (2001) *Centralna banka i finansijski sistem*, Litopapir, Čačak
9. ECB (2004) *The Monetary Policy on the ECB*, European Central Bank, Frankfurt
10. Ehrmann, M. et al. (2001) *Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Banca d'Italia, Roma
11. 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
12. Fabris N. (2006) "Eurizacija kao instrument monetarne politike Srbije?", *Ekonomski anali br. 168,* januar-mart, Ekonomski fakultet, Beograd
13. Fernandez de Lis, S. i Restoy F. (2006) *Central Banks in the 21st Century*, Banko de Espana, Madrid
14. Gambacorta L. i Lannoti S (2005) *Are there Asymmetries in the Response of Bank Interest Rates to Monetary Shocks*, Banca d'Italia, Roma
15. Gerdesmeier D., Mongelli F. P., Roffia B. (2007) *The Eurosystem, The US Fedeeral Reserve and the Bank of Japan: similarities and differences*, *Working paper No. 742*, European Central Bank, Frankfurt
16. Howart, D. i Loedel, P. (2005) *The European Central Bank: the new european leviathan*, Palgrave Macmmilan, New York
17. 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
18. Issing O. (2002) *Should we have Faith in Central Banks*, The Institute of Economic Affairs, London
19. Loureiro, J. (1996) *Monetary Policy in the European Monetary Sistem,* Springer, Berlin
20. Marinković T. S. (2006) "Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja", *Ekonomski anali br. 168,* januar-mart, Ekonomski fakultet, Beograd
21. Marković, D. (2003) *Monetarne finansije,* Lomović i ostali, Kragujevac
22. Menkof, L. (1997) *Monetary Policy Instruments for European Monetary Union*, Springer, Berlin
23. Miller L. R. I VanHoose D. D. (1997) *Moderni novac i bankarstvo,* Mate, Zagreb
24. Mishkin S., F. (2004) *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Prevod sa engleskog jezika sedmog izdanja knjige, Data status, Beograd
25. Naudin, F. (2000) *The European Central Bank: a bank for the 21st century,* Kogan Page, London
26. Neyer, U. (2007) *The Design of the Eurosistem`s Monetary Policy Instruments*, Physica-Verlag, Heidelberg
27. Padoa-Schiopa, T. (2000) *The Road to Monetary Union in Europe*, Oxford University Press, Oxford
28. Scheller, H. (2004) *The European Central Bank - History, Role and Function*, European Central Bank, Frankfurt am Main
29. 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.
30. Vernengo M. (2006) *Monetary Integration and Dolarization: No Panacea*, Edward Elgar, Cheltenham; Northampton
31. Walsh, C. E. (2003) *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press, London
32. Wood, H. J. (2005) *A History of Central Banking in Great Britain and the United States*, Cambridge University Press, Cambridge
33. Wilhelnsen B. R. i Zaghini A. (2005) *Monetary Policy Predictability in the Euro Area: an international comparison, Working paper No. 504,* European Central Bank, Frankfurt
34. www.bba.org.uk
35. www.bundesbank.de
36. www.ecb.int
37. www.ec.europa.eu/eurostat
38. www.euribor.org
39. www.europa.eu
40. www.fbe.be
41. www.federalreserveonline.org
42. www.imf.org
43. www.nbs.bg.ac.yu
44. www.nbs.rs
45. www.zenginkyo.or.jp/en

Rezime

Novim konceptom monetarne politike, koji je usvojio monetarni odbor Narodne banke Srbije 2006. godine, definisan je primarni i isključivi cilj postizanja i održavanja stabilnosti cena. Novim monetarnim okvirom definisani su i novi principi kojima se održavanje inflacije u definisanom inflatornom koridoru obezbeđuje korišćenjem referentne kamatne stope kao osnovnog instrumenta monetarnog regulisanja, a ostale mere monetarne politike dobile su drugorazredni značaj. Instrumenti monetarnog regulisanja su u velikoj meri harmonizovani sa instrumentima Evropske centralne banke a osnovni instrument monetarne politike NBS postale su operacije na otvorenom tržištu. Uvažavajući značaj evropskih integracija i uključivanje Srbije u evropske i svetske finansijske tokove, u radu je analizirana nova monetarna koncepcija NBS, transmisioni kanal kamatnih stopa i referentne kamatne stope na svetskim finansijskim tržištima.

Ključne reči: Narodna banka Srbije, monetarna politika, inflacija, referentna kamatna stopa, transmisioni mehanizam

Abstract

The new concept of the monetary policy, adopted by the NBS Monetary Policy Committee in 2006, defines achieving and maintaining price stability as the primary and only objective of the NBS. The New Monetary Policy Framework also defines the new principles for keeping the inflation within the pre-defined inflation corridor by using the benchmark interest rate as a main instrument of monetary regulation, and the other monetary policy measures only as supporting instruments. The instruments of monetary regulation are to a great extent harmonized with the instruments of the ECB, and the open market operations have become the main instrument of the NBS monetary policy. The significance of the European integrations and the Serbian participation in the European and global financial trends having been taken into account, this article provides an analysis of the new NBS monetary policy concept, the interest rates transmission channel and the benchmark interest rates in the global financial markets.

Key words: National Bank of Serbia, monetary policy, inflation, benchmark interest rate, transmission mechanism