

ULOGA NARODNE BANKE SRBIJE U REGULISANJU MONETARNE POLITIKE

Nataša Marjanović¹, Jovan Prelić², Jelena Belokapić Čavkunović³

Pregledni rad

UDK: 336.711(497.11) 338.23:336.74

Apstrakt

Monetarna stabilnost podrazumeva ostvarenje niske i stabilne stope inflacije. Putem instrumenata monetarne politike, centralna banka teži dostizanju ciljane inflacije, kako bi se postigla makroekonomska stabilnost. Kako je osnovni problem u prethodnom periodu bila visoka inflacija, NBS je konstantno sprovodila restriktivnu monetarnu politiku polazeći od osnovnih faktora inflacije. Njena implementacija se vršila najčešće putem povećanja referentne kamatne stope i sprovođenjem operacija na otvorenom tržištu. Za sprovođenje politike targetiranja inflacije potrebno je obezbediti održive javne finansije, nezavisnost centralne banke, dobro predviđanje kretanja inflacije kao i odlično poznavanje transmisionog mehanizma između instrumenata monetarne politike i inflacije.

Osnovni cilj ovog rada, na osnovu dosadašnjeg poslovanja Narodne banke Srbije jeste da analizira uspeh i kretanje monetarne politike poslednjih godina.

Ključne reči: Narodna banka Srbije, monetarna politika, novac, regulacija.

JEL: G21, G28.

Uvod

Centralna (emisiona) banka (u daljem tekstu CB) predstavlja koordinacionu instituciju između poslovnih banaka i ostalih finansijskih institucija u nacionalnoj ekonomiji.

Nastaju od tzv. privilegovanih banaka koje su imale pravo emitovanja novčanica, uporedo sa razvojem robno-novčanih odnosa u zemljama koje su bile na pragu industrijalizacije. Prva centralna banka je nastala u Švedskoj 1656. godine, a najveći uticaj na kasniji razvoj centralnih banaka je imala Centralna banka Engleske osnovana 1694. godine.

Do danas su formirane u gotovo svim zemljama sveta koje imaju monetarnu suverenost, mada postoje i izuzeci (Luksemburg i Hong Kong nemaju centralne banke). Luksemburg je još 1983. godine formirao Monetarni institut, dok je Hong Kong ulogu centralne banke poverio dvema poslovnim bankama.

¹ Dr Nataša Marjanović, Visoka škola strukovnih studija Čačak, Ulica Gradski park br. 2a, Beograd, R. Srbija.

² Jovan Prelić, diplomirani ekonomista, Univerzitet odbrane, Vojna akademija, Pavla Jurišića Šturma br. 33, Beograd, R. Srbija.

³ Jelena Belokapić Čavkunović, Univerzitet za poslovne studije, Jovana Dučića 23a, 78000 Banja Luka, Republika Srpska, BiH E-mail: collective.action1234@gmail.com

Neke zemlje imaju tzv. centralne banke u prelaznom obliku, koje obavljaju samo neke funkcije (Sejšeli, Maldivi, Fidži).

Ona neposredno reguliše i usmerava monetarno-kreditne tokove u svakoj zemlji, čime utiče na dinamiziranje i stabilizaciju privrednih aktivnosti zemlje. To je neprofitna institucija koja ima monopolni položaj u obavljanju svojih funkcija

Kao institucija koja stoji na vrhu bankarskog sistema (banka banaka), ima glavnu ulogu u organizovanju, usmeravanju i regulisanju monetarnih kretanja

Sa druge strane, ekonomsku suverenost jedne zemlje određuje i njena monetarna suverenost. Zato CB mora imati relativno nezavisan položaj jer je ona nosilac vrhovne monetarne suverenosti. Monetarna suverenost označava u savremenim uslovima suvereno pravo države da reguliše sva pitanja koja se odnose na emitovanje novca i vođenje monetarne politike od strane CB, u funkciji postizanja krajnjih ciljeva.

Položaj, organizacija, ovlašćenja i funkcije Narodne banke Srbije (u daljem tekstu NBS) (www.nbs.rs), kao i odnos Narodne banke Srbije prema organima Republike Srbije i međunarodnim organizacijama i institucijama, uređeni su Ustavom Republike Srbije i Zakonom o Narodnoj banci Srbije.

Narodna banka Srbije je samostalna i nezavisna u obavljanju funkcija utvrđenih Zakonom o Narodnoj banci Srbije i drugim zakonima, a za svoj rad je odgovorna Narodnoj skupštini Republike Srbije.

Odnosno, Narodna banka Srbije je samostalna i jedinstvena ustanova monetarnog sistema, odgovorna za monetarnu politiku, stabilnost valute i finansijsku disciplinu (monetarna vlast) (Vukićević, 2003).

Osnovni cilj Narodne banke Srbije je postizanje i očuvanje cenovne stabilnosti. Postizanje održive cenovne stabilnosti je kompleksan zadatak svake Centralne banke, pa i Narodne banke Srbije. Imajući u vidu da je Srbija, dugi niz godina, vodila borbu sa enormno visokim stopama inflacije, kao i činjenicu da je taj period karakterisao izuzetno nizak stepen poverenja u nacionalnu valutu i monetarnu politiku, nestabilna inflaciona očekivanja tržišta, visok stepen evroizacije, kao i snažan priliv stranog kapitala u vidu inostranih investicija, jasno je da je obaranje stope inflacije i obezbeđivanje stabilnosti cena bio veoma težak zadatak koji su kreatori monetarne politike imali pred sobom. U traženju adekvatne strategije kojom bi bila postignuta cenovna stabilnost, Narodna banka Srbije se, umnogome, oslanjala na iskustva drugih zemalja, posebno Centralne i Istočne Evrope, poštujući specifičnosti svake od zemalja.

Jedna od osnovnih funkcija centralne banke jeste utvrđivanje i sprovođenje monetarne politike. Monetarna politika predstavlja integralni deo sveukupne ekonomske politike, koja pored monetarne obuhvata i fiskalnu politiku, politiku deviznog kursa, spoljnotrgovinsku politiku. Prilikom utvrđivanja monetarne politike, centralna banka ima u vidu ostvarenje relativne stabilnosti cena, stabilne stope privrednog rasta, povećanje stope zaposlenosti i ravnoteže platnog bilansa.

Njen primarni zadatak ogleda se u održavanju monetarne stabilnosti. Monetarna stabilnost podrazumeva nisku, stabilnu i predvidivu stopu inflacije. Od 2006. godine, Srbija se pridružila grupi država koje su prihvatile novi konsenzus u vođenju monetarne politike, poznat kao ciljanje (targetiranje) inflacije. Kao i kod svih drugih centralnih banaka u režimu ciljanja inflacije, osnovni cilj Narodne banke Srbije, prema Zakonu o Narodnoj banci, jeste postizanje i održavanje stabilnosti cena i podržavanje ekonomske politike Vlade, ne dovodeći u pitanje ostvarenje svog osnovnog cilja. Pod stabilnošću cena podrazumeva se inflacija koja je dovoljno niska da nema negativan uticaj na investicije, štednju i druge odluke koje donose učesnici u ekonomskom životu. Obezbeđivanje tako shvaćene stabilnosti je osnovni način na koji Narodna banka, svojim odlukama, doprinosi postizanju održivog privrednog rasta. Cilj je da se očuva kupovna snaga novca i poverenje u nacionalnu valutu. Obezbeđujući sigurnost i efikasnost platnog prometa, centralna banka želi da ispuni i cilj finansijske stabilnosti i ostvarivanje održivog razvoja.

Centralna banka i njene osnovne karakteristike

Ekonomska suverenost bilo koje zemlje određena je i monetarnom suverenosti koja obuhvata monetarno - kreditni, valutni i devizni sistem. Trebalo bi imati u vidu da je koncept centralne banke, njene funkcije, monetarna politika i mere monetarnog regulisanja podređen sledećem:

- Prema užoj definiciji centralne banke, osnovnu ciljnu funkciju centralne banke predstavlja stabilnost valute.
- Prema široj definiciji centralne banke, stabilnost valute, likvidnost privrednih subjekata u unutrašnjem platnom prometu i plaćanjima prema inostranstvu, i monetarnoj i deviznoj kontroli banaka.

Centralna banka ima u monetarnom, kreditnom i bankarskom sistemu privilegovan, monopolisan status, koji se prvenstveno odnosi na izdavanje i emisiju novca. Osnovne funkcije centralne banke su:

- Emisiona funkcija
- Funkcija sprovođenja monetarne politike
- Funkcija bankara države
- Funkcija "banke banaka"
- Nadzorna funkcija
- Funkcija upravljanja deviznim rezervama, spoljnim dugom i deviznim kursom

Emisiona funkcija centralne banke podrazumeva emisiju novca (papirnog i kovanog). Pristup emisiji novca znači da na osnovu monetarne politike treba odrediti objektivnu meru likvidnosti bankarskih i poslovnih subjekata u odvijanju finansijskih transakcija. Primarnom emisijom, banke pomoću odgovarajućeg instrumentarijuma monetarnog regulisanja, brže dolaze do neophodnog novca za tzv. sekundarnu emisiju. Sa druge strane, novac u

savremenim uslovima ima ulogu potraživanja nebankarskih subjekata od bankarskog sistema, tako da ulogu u tom mehanizmu imaju kako centralna banka posredstvom primarne emisije, tako i poslovne banke obavljajući sekundarnu emisiju. Ipak, centralna banka u tome ima odlučujuću ulogu obzirom da emituje primarni novac koji služi kao osnova za sekundarnu emisiju poslovnih banaka. Tri osnovna kanala preko kojih centralna banka može emitovati novac: 1) krediti CB poslovnim bankama; 2) krediti CB državi i 3) devizne transakcije (Vunjak, Kovačević, 2002).

Funkcija sprovođenja monetarne politike podrazumeva nadležnost CB za vođenje monetarne politike, u čijoj osnovi je kvantificiranje i dinamiziranje ponude novca. Sa druge strane, monetarna politika je: "politika koju vodi centralna banka, s namerom da utiče na monetarne i realne agregate, kamatne stope i devizni kurs, a sve u cilju postizanja krajnjih ciljeva makroekonomske politike (stabilnost cena, ekonomski rast, puna zaposlenost i uravnotežen platni bilans), pri čemu se akcenat stavlja na stabilnost cena." (Živković, Krstić, Bojković, 2008). Dejstvo centralne banke u sprovođenju monetarne politike podrazumeva odgovarajuće rukovanje tzv. Instrumentima monetarne politike (sredstva i metode koje primenjuje centralna banka sa ciljem održavanja adekvatnog nivoa, mase i strukture novca i kredita).

Funkcija bankara države, je funkcija koja se odnosi na usluge koje centralna banka pruža državi, čime ona deluje kao bankar države. Dakle, funkcija bankara države obuhvata sledeće usluge koje centralna banka pruža državi: deponovanje sredstava koja pripadaju državi i pozamjljivanje novčaih sredstava državi; služi kao fiskalni posrednik (agent) i jemac države; pruža izvršnoj vlasti stručna mišljanja o monetarnim i finansijskim poslovima; vrši plaćanja sa računa koji država kod nje poseduje, na osnovu naloga same države i sl.

Funkcija banke-banaka. Centralna banka deluje i kao "banka banaka". U većini zemalja konačni dnevni transfer gotovine unutar bankarskog sistema i između banaka i centralne vlasti odvija se kroz brojne račune koji se drže u centralnoj banci. Centralna banka sa druge strane vrši kliring čekova za banke. Centralna banka kao "banka banaka" vodi evidenciju o stanju na računima komercijalnih banaka i ostalih učesnika na tržištu.

Nadzorna funkcija centralne banke podrazumeva obezbeđivanje uslova da poslovne banke i druge finansijske institucije vode svoje poslovanje na zdravoj i razumnoj osnovi, i u skladu sa važećim zakonima i pravilima. Dakle, akcenat se stavlja na to da centralna banka ide na očuvanje stabilnosti pojedinačnih banaka, obzirom da su one najznačajniji finansijski posrednici, tako da sve negativnosti u njihovom poslovanju imaju uticaja na najširu javnost.

Funkcija garanta likvidnosti bankarskog sistema: Radi se o obezbeđivanju likvidnosti makroekonomskog sistema u uslovima rastuće privrede, što se realizuje snabdevanjem poslovnih banaka potrebnim kvantumima novca i kredita. Time centralne banke sprečavaju masovno bankrotstvo banaka, zbog čega se i javljaju kao "zajmodavci u krajnjoj instanci" ("poslednje utočište").

Funkcija upravljanja deviznim rezervama, spoljnim dugom i deviznim kursom. Glavna uloga centralne banke na deviznom tržištu je da utiče na svoje valute u cilju dovođenja

deviznog kursa na nivo na koji je procenila da treba da bude. Operacije na deviznom tržištu se svode na obezbeđivanje odgovarajućeg kretanja deviznih kurseva kako bi sačuvala stabilnost vlastite valute. Sa druge strane, strukturu deviznih rezervi čine: monetarno zlato, HOV koje glase na inostrane valute, potraživanja centralne banke na računima u inostranstvu, kao i SPV kod MMF-a.

Instrumenti monetarnog regulisanja

Instrumenti putem kojih centralna banka reguliše količinu novca u opticaju i kamatne stope na tržištu novca radi ostvarivanja ciljeva monetarne politike dele se na:

- Direktne (eskontna stopa, obavezna rezerva, odobravanje kratkoročnih kredita i sl.)
- Indirektne (operacije na otvorenom tržištu).

Monetarno - kreditna politika je skup pravila, propisa, mera i instrumenata kojima se u monetarno-kreditnoj sferi društvene reprodukcije reguliše nivo, struktura i dinamika novčane mase, novčana cirkulacija u prometnim kanalima privrede, nivo, struktura i dinamika kredita, likvidnost privrede, dužničko-poverilački odnosi ekonomskih transaktora, privredna stabilnost itd. Pomoću monetarno - kreditne politike, kao integralnog instrumenta ekonomske politike, ostvaruju se brojni ciljevi i zadaci u nacionalnoj privredi: povećanje zaposlenosti, stabilnost cena, stabilna stopa privrednog rasta, ravnoteža platnog bilansa itd.

Aktivnom i angažovanom monetarno-kreditnom politikom osigurava se potrebna količina novca u opticaju za nesmetano odvijanje proizvodnje i prometa, obezbeđuje se likvidnost nacionalne privrede i spoljna likvidnost zemlje, usklađuje se ponuda i tražnja novca i kredita i sl. U ostvarivanju ovih ciljeva monetarnog politika se služi odgovarajućim instrumentima: eskontnom ili diskontnom stopom, kamatnom stopom, stopom obavezne rezerve, stopom rezerve likvidnosti, osnovicom za obračun obavezne rezerve i rezerve likvidnosti, selektivnim reeskontnim kreditima, politikom otvorenog tržišta.

Da bi monetarno-kreditna politika u svojoj osnovnoj funkciji regulisala potrebne količine novca u privredi bila maksimalno efikasna, u granicama svog dometa, kako u pogledu monetarne i ekonomske stabilnosti, tako i u pogledu stope rasta, potrebno je da raspolaže određenim instrumentima svog delovanja. Raspolaganje određenim efikasnim instrumentima pretpostavka je osiguranja realizacije određenih kvantifikovanih ciljeva koji se u određenom periodu postavljaju pred kreditno-monetarnu politiku. Pod instrumentima monetarno-kreditne politike podrazumevaju se sredstva i metode koje centralna banka primenjuje da bi održala masu i strukturu novca i kredita na optimalnom nivou. U postavljanju i delovanju instrumenata kreditno-monetarne politike presudnu ulogu imaju institucionalni uslovi delovanja bankarskog i finansijskog sistema u određenoj zemlji, kao i postojanje jednobankarskog ili višebankarskog sistema.

U decentralizovanom bankarsko-kreditnom sistemu kreditno monetarna politika se sprovodi preko određenih instrumenata kojima ona reguliše kreditni potencijal i politiku plasmana poslovnih banaka. Smisao kreditno monetarne politike je upravo u tome da se preko regulisanja primarne emisije deluje na ponašanje celokupnog bankarskog sistema.

Regulisanjem kreditnog potencijala poslovnih banaka zapravo se vrši indirektno regulisanje monetarne politike svih poslovnih banaka.

Instrumenti monetarne politike mogu se podeliti u dve grupe:

- Kvantitativni instrumenti, koji deluju samo globalno u celoj privredi, i
- Kvalitativni (selektivni) instrumenti, deluju selektivno u pogledu vrste kredita, korisnika, namena, načina korišćenja rokova, kamate i sl.

Osnovni oblici kvantitativnih instrumenata u monetarnoj teoriji i politici su: politika obaveznih rezervi, politika eskontne i uopšte kamatne stope i politika otvorenog tržišta.

Osnovni oblici kvalitativnih instrumenata monetarne politike su: regulisanje kredita centralne banke poslovnim bankama, regulisanje uslova kredita i selektivna kreditna politika.

U našem kreditnom sistemu centralna banka sprovodi kako kvalitativnu tako i kvantitativnu monetarno-kreditnu politiku, ali uz sve veću samostalnost, poslovnih banaka u tome.

Instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije su:

- Referentna kamatna stopa (osnovni instrument monetarne politike), koju NBS primenjuje u sprovođenju glavnih operacija na otvorenom tržištu (trenutno u sprovođenju reverznih repo transakcija, odnosno repo transakcija prodaje hartija od vrednosti, s rokom dospeća transakcije od jedne nedelje).
- operacije na otvorenom tržištu,
- obavezna rezerva,
- kreditne i depozitne olakšice (stalne olakšice), i
- intervencije na deviznom tržištu.

Kao i u slučaju razvijenijih tržišnih privreda, naročito onih u režimu inflatornog targetiranja, Narodna banka Srbije koristi kamatne stope na međubankarskom tržištu novca kao operativni cilj, a kao prelazni projekciju inflacije.

Sprovođenje monetarne politike NBS

Strategija inflatornog targetiranja

Osnovni cilj Narodne banke Srbije jeste postizanje i održavanje stabilnosti cena. Pored osnovnog cilja, Narodna banka Srbije ima za cilj i očuvanje finansijske stabilnosti. Ne dovodeći u pitanje ostvarivanje svog osnovnog cilja, Narodna banka Srbije podržava ekonomsku politiku Vlade, koja podstiče održivi privredni rast.

Ciljevi monetarne politike definisani su članom 3. Zakona o Narodnoj banci Srbije

Od 2009. godine NBS zvanično primenjuje režim targetiranja inflacije. Osnovne karakteristike inflatornog targetiranja kao strategije monetarnog regulisanja jesu: usvajanje

numeričkog inflacionog targeta, sprovođenje monetarne politike koja daje glavnu ulogu predviđanju inflacije i visok stepen transparentnosti i odgovornosti.

Targetiranje inflacije podrazumeva objavljivanje ciljne stope inflacije uz istovremeno publikovanje predviđanja u vezi sa kretanjem stope inflacije u budućem periodu.⁴ Na taj način obezbeđuje se transparentnost monetarne politike, smanjenje inflacionih očekivanja u dugom roku i regulisanje inflatornih poremećaja. Ciljna stopa inflacije utvrđuje se u vidu eksplicitne stope inflacije ili intervala u kome bi se našla stopa inflacije. Pri tome, određivanje intervala povećava fleksibilnost monetarne politike. Ciljana stopa inflacije je jedina numerička smernica za monetarnu politiku koju sprovodi NBS.

NBS utvrđuje stopu u saradnji sa Vladom Republike Srbije, a na osnovu analize tekućih i očekivanih kretanja makroekonomskih pokazatelja i srednjoročnog plana korekcije cena na koje Vlada ima posredan ili neposredan uticaj.

Da bi se postigao prihvatljiv nivo transparentnosti i nezavisnosti u vođenju monetarne politike, mnoge centralne banke izdaju izveštaje o inflaciji. Tim putem objašnjavaju se preduzete mere i koraci, a konačan cilj jeste da se približi rad centralne monetarne ustanove širokoj javnosti. Ako centralna banka uspe da postigne kredibilitet, dobar deo bitke protiv inflacije će biti već postignut. Monetarna politika, čiji je glavni cilj postizanje niske stope inflacije, mora imati kredibilitet kako bi javnost verovala da je centralna banka spremna da preduzme mere potrebne za postizanje prethodno navedenog cilja.

Targetiranje inflacije ima rastuću popularnost u svetu. Time se naglašava opredeljenost kreatora ekonomske politike za stabilnost cena. Institucije koje objavljuju targete mogu biti Vlada, centralna banka ili zajedno i jedna i druga institucija. Kod nas inflatorni target određuju zajedno ove dve institucije. Drugim rečima, stabilizovanje opšteg nivoa cena je zajednička odgovornost NBS i Vlade Republike Srbije. Veoma je bitno napomenuti da to ne znači da Vlada određuje vođenje monetarne politike i koje će instrumente centralna banka primeniti.

Međutim, NBS se ne može pohvaliti preciznim prognozama. U prethodnom periodu smo imali priličan jaz između projektovane i ostvarene stope inflacije. U analiziranom periodu samo je 2009. godine (od kada je počela formalna primena režima inflacionog targetiranja) ostvarena stopa inflacija bila u granicama projektovanog rasta opšteg nivoa cena. Ovo je prikazano u tabeli 1.

Tabela 1. Ciljna i ostvarena stopa inflacije u Republici Srbiji u periodu od 2009. do 2013. godine⁵

Godina	Targetirana inflacija (u %)	Ostvarena inflacija (u %)
2009.	6-10	6,6

⁴ Prašević, A., *Izbor pravila monetarne politike*, Ekonomska misao 40 (1-2); 1-14, 2007

⁵ Narodna banka Srbije i sistematizacija autora.

2010.	4-8	10,3
2011.	3-6	7,0
2012.	2,5-5,5	12,2
2013.	2,5-5,5	2,2

Izvor: Rad autora.

Za sprovođenje politike targetiranja inflacije potrebno je obezbediti održive javne finansije, nezavisnost centralne banke, dobro predviđanje kretanja inflacije kao i odlično poznavanje transmissionog mehanizma između instrumenata monetarne politike i inflacije.

Referentna kamatna stopa kao osnovni instrument monetarne politike NBS

Politika referentne kamatne stope je najvažniji instrument monetarne politike u mnogim zemljama. To je osnovni instrument koji nalazi primenu u okviru strategije inflatornog targetiranja. Referentna kamatna stopa se definiše kao najniža kamatna stopa po kojoj je centralna banka spremna da kreditira poslovne banke. Na osnovu nje formiraju se sve ostale tržišne kamatne stope. Ukoliko centralna banka želi da vodi restriktivniju politiku, ona će povećati referentnu kamatnu stopu. To će uticati na povećanje svih ostalih kamatnih stopa na tržištu, što će sa svoje strane dovesti do pada kreditne tražnje. U tom slučaju tražnja za dodatnim sredstvima se smanjuje, jer se povećavaju troškovi zaduživanja. Pada i investiciona tražnja, država se manje zadužuje kod poslovnih banaka, dok se stanovništvo ređe zadužuje kako bi kupovalo stanove ili trajna potrošna dobra. Povećanje referentne stope, preko redukcije agregatne tražnje, dovodi do pada cena.

Rast referentne kamatne stope sprečava porast opšteg nivoa cena preko kanala deviznog kursa, imajući u vidu da se na taj način stvaraju pritisci na jačanje vrednosti nacionalne valute (smanjenje deviznog kursa). Određivanjem više kamatne stope centralna banka primorava poslovne banke da drže dodatni iznos rezervi gotovine, što utiče na smanjenje ponude novca.

I u Srbiji osnovni instrument monetarne politike jeste referentna kamatna stopa, dok se operacije na otvorenom tržištu i politika obaveznih rezervi smatraju dopunskim instrumentima. Oni, zajedno sa intervencijama na deviznom tržištu, potpomažu razvoju finansijskog tržišta i transmisiji uticaja referentne kamatne stope na tržište.

Referentna kamatna stopa se koriguje kada se očekuje da projektovana inflacija neće biti u granicama ciljanog raspona. Projekcije se izrađuju redovno, u skladu sa trenutnim i budućim (očekivanim) makroekonomskim kretanjima.

Referentna kamatna stopa je osnovni instrument monetarne politike Narodne banke Srbije. Ovu kamatnu stopu Narodna banka Srbije primenjuje u sprovođenju glavnih operacija na otvorenom tržištu. Referentna kamatna stopa u postupku sprovođenja monetarne politike ima ulogu signalizirajuće kamatne stope, kao i ulogu polazne kamatne stope, pošto se visina osnovnih kamatnih stopa na novčanom tržištu utvrđuje prema visini te kamatne stope.

U skladu sa odredbama Zakona o Narodnoj banci Srbije, Izvršni odbor Narodne banke Srbije utvrđuje visinu referentne kamatne stope i osnovnih kamatnih stopa po kojima Narodna banka Srbije naplaćuje od banaka i plaća bankama kamatu po osnovu transakcija na novčanom tržištu. Visina referentne kamatne stope utvrđena je Odlukom o utvrđivanju referentne kamatne stope Narodne banke Srbije.

Prema visini referentne kamatne stope utvrđuje se koridor kamatnih stopa, odnosno najviša i najniža kamatna stopa Narodne banke Srbije u sprovođenju operacija na novčanom tržištu.

A. Kamatna stopa na kreditne olakšice (prekonoćni kredit za održavanje dnevne likvidnosti) najviša je kamatna stopa,

B. Kamatna stopa na depozitne olakšice (prekonoćna deponovana sredstva banka kod NBS) najniža kamatna stopa Narodne banka Srbije u pomenutim transakcijama.

BELIBOR je referentna kamatna stopa po kojoj vodeće srpske banke pozajmljuju novac jedna drugoj. Visina BELIBOR-a utiče na obračun kamate na kredite u dinarima. Ta referentna kamatna stopa se obračunava za određene vremenske periode do jedne godine.

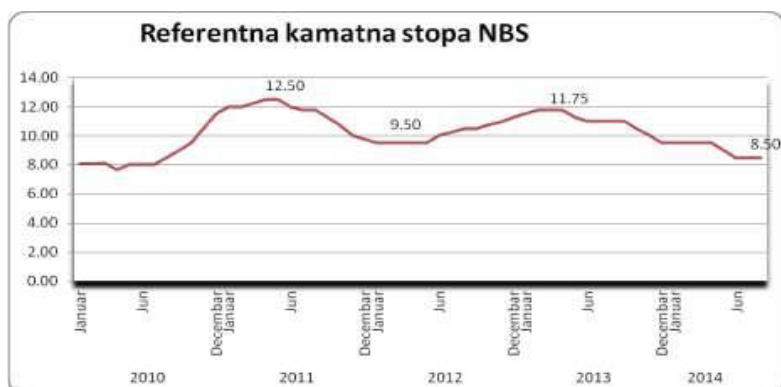
EURIBOR ili evropska međubankarska stopa, predstavlja dnevnu referentnu kamatnu stopu po kojoj 57 prvoklasnih evropskih banaka jedna drugoj pozajmljuju novac na međubankarskom tržištu.

U Srbiji banke koriste EURIBOR kao referentnu kamatnu stopu, tj. kao osnovicu u strukturi nominalne kamatne stope pri obračunu kamatnih stopa na kredite koji su indeksirani u evrima. Najčešće su u ponudi tromesečni i šestomesečni EURIBOR, a njihova vrednost se obračunava dnevno. Banka visinu kamatne stope usklađuje s vrednošću EURIBOR-a na dan usklađivanja.

LIBOR, ili londonska međubankarska stopa predstavlja dnevnu referentnu kamatnu stopu po kojoj veliki broj međunarodnih banaka jedna drugoj pozajmljuju novac na londonskom međubankarskom tržištu. Vrednost LIBOR-a se računa za različite valute kao što su evro, dolar, švajcarski franak i japanski jen. Banke ovu kamatnu stopu na našem tržištu koriste za usklađivanje kamatnih stopa na kredite indeksirane u švajcarskim francima.

Na grafikonu 1 je prikazno kretanje referentne kamatne stope NBS u periodu od 2010 do 2014. godine.

Grafikon 1. Kretanje referentne kamatne stope NBS u periodu od 2010 do 2014. godine.



Izvor: www.nbs.rs

U tabeli 2 dat je prikaz kretanja visine referentne kamatne stope NBS u periodu 2010-2014. godine.

Tabela 2. Kretanja visine referentne kamatne stope NBS u periodu 2010-2014. godine

Januar 2013	11,25%
Jun 2013	11,00%
Novembar 2013	10,00%
Decembar 2013	9,50%
Maj2014	9,00%
Jun 2014	8,50%

Izvor: www.nbs.rs

Možemo slobodno reći da je NBS skoro celu 2010. godinu kao i početak 2011. vodila restriktivnu monetarnu politiku braneći na taj način rast kursa tj. depresijaciju dinara. Nakon perioda snižavanja referentne kamatne stope od godinu dana, početkom 2012. godine, NBS opet počinje da diže referentnu kamatnu stopu nastavljajući tako restriktivnu monetarnu politiku.

Kad NBS podiže referentnu stopu, ta mera se naziva restriktivnom jer će sa njenim povećanjem, poskupeti zaduživanje u dinarima za građane i privredu. Stepen restriktivnosti monetarne politike u našoj zemlji ključno zavisi od brzine, intenziteta i implementacije programa fiskalne konsolidacije, uz potencijalne nastavke aranžmana sa MMF-om .

Prema tadašnjim očekivanjima, podizanje referentne kamatne stope i obaveznih rezervi trebalo bi da smiri kurs i utiče na smanjenje rasta cena dok su ekonomisti smatrali da su mere NBS samo korisne kao kupovanje vremena i gašenja požara koje je izazvao skok kursa dinara tj njegova depresijacija.

Smatra se da su mere Narodne banke iznuđene jer se monetarnom politikom neće moći smiriti stanje na tržištu na duži rok. Mere koje je NBS sprovodila u tom periodu nisu imale podršku i sinhronizovano delovanje fiskalne politike, odnosno države. Njima se samo

smirivao kurs i kupovalo vreme da bi se jednostavno smanjila temperatura rasta evra. Treba očekivati da će krediti biti skuplji i da će samim tim biti manje novca za realnu privredu.

Grafikon 2. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike, započeto u maju 2013. nastavljeno je i 2014.



Izvor: www.nbs.rs

Od kada se u septembru 2013. godine inflacija vratila u granice ciljanog koridora, došlo je do skromnog smanjenja referentne kamatne stope sa relativno visokog nivoa od 11% tako da je krajem aprila iznosila 9,5%, dok je početkom maja smanjena na 9%.

Opreznost NBS u odnosu na održavanje inflacije u granicama se mogu objasniti:

- padom likvidnosti na svetskom tržištu (smanjenje obima kvantitativnih olakšica od strane FED-a),
- geopolitičkim dešavanjima i
- izloženosti Srbije na kretanje na međunarodnom tržištu kapitala.

U prvom kvartalu 2014. godine referentna kamatna stopa je zadržana na decembarskom nivou od 9,5% dok je tek u maju smanjena na 9%. Deficit tekućeg računa je znatno smanjen i sa smanjenjem se nastavlja kako zbog: rasta izvoza zbog oporavka eksterne tražnje najznačajnijih spoljnotrgovinskih partnera, tako i zbog pada uvoza u uslovima pada domaće potrošnje.

Izvršni odbor Narodne banke Srbije je na sednici održanoj 9. juna 2016. godine, odlučio da referentnu kamatnu stopu zadrži na postojećem nivou od 4,25 odsto. Odbor je ocenio da u trenutnim okolnostima postojeći stepen ekspanzivnosti monetarne politike obezbeđuje da se inflacija početkom sledeće godine vrati i stabilizuje u granicama cilja.

Prilikom donošenja odluke o zadržavanju referentne stope, Izvršni odbor je imao u vidu i dalje prisutnu neizvesnost na međunarodnom robnom i finansijskom tržištu, kao i očekivano slabljenje dezinflatornih pritisaka po osnovu svetskih cena primarnih proizvoda u narednom periodu. S druge strane, smanjenju uticaja spoljnih rizika doprinose domaći faktori, pre svega postignuto i očekivano dalje smanjenje unutrašnje i spoljne neravnoteže.

Cene nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu nastavljaju da se oporavljaju. To bi, uz očekivano povećanje inflacije u zoni evra i ubrzaniji oporavak

ekonomske aktivnosti u Srbiji, trebalo da doprinese postepenom rastu međugodišnje inflacije u narednom periodu. Prema majskoj srednjoročnoj projekciji Narodne banke Srbije, inflacija bi u granice cilja trebalo da se vrati početkom sledeće godine, a zatim da nastavi kretanje na nivou od oko 3%. Eskontna kamatna stopa iznosi 100% referentne kamatne stope NBS.

Referentna i eskontna kamatna stopa izjednačene su od 12.5.2010. godine, izmenom Odluke o visini eskontne stope NBS.

Tabela 3. Pregled kretanja referentne i eskontne kamatne stope

Period	Procenat
12.02.2016. - do daljnjeg	4,25%
15.10.2015. - 11.02.2016.	4,50%
10.09.2015. - 14.10.2015.	5,00%
14.08.2015. - 09.09.2015.	5,50%
10.07.2015. - 13.08.2015.	6,00%
11.06.2015. - 09.07.2015.	6,00%
11.05.2015. - 10.06.2015.	6,50%
09.04.2015. - 10.05.2015.	7,00%
14.11.2014. - 08.04.2015.	8,00%

Izvor: www.nbs.rs

Postojanje upornog i rastućeg fiskalnog deficita i ubrzani rast javnog duga Srbije, kao i visok nivo loših kredita u privredi i dalje stvaraju nepovoljne uslove za vođenje adekvatne monetarne politike putem smanjena referentne kamatne stope a to je moguće tek nakon rešavanja problema strukturnih neravnoteža - visok fiskalni i spoljnotrgovinski deficit.

Takođe postoje tvrdnje da ova smanjenja referentne kamatne stope neće bitnije uticati na pad kamata na dinarska zaduživanja, ali će uticati da državu, koja minus namiruje uglavnom prodajom trezorskih zapisa, obveznice u dinarima manje koštaju. Ovo je i znak da NBS neće tako snažno braniti dinar na deviznom tržištu. Izvršni odbor NBS kao razlog za manje strogu monetarnu politiku navodi procene da će inflacija biti pod kontrolom, odnosno da nedavne poplave neće uticati na rast cena.

Takođe se očekuje da će Vlada ostati odlučna u sprovođenju fiskalne konsolidacije, strukturnih reformi i poboljšanje privrednog ambijenta. Međutim, treba isto tako napomenuti i ukazati na to da brzo smanjenje referentne kamatne stope Narodne banke Srbije, koja je orijentir za vođenje kamatne politike banaka, može da donese više negativnih nego pozitivnih efekata. Zbog ispoljenog višemesečnog nezavisnog kretanja aktivnih kamatnih stopa banaka u odnosu na kretanje referentne kamate NBS, koja je u hroničnom padu, njenim daljim smanjenjem neće pojeftiniti bankarski zajmovi, što bi dovelo do podsticanja privredne aktivnosti.

Uticaj NBS na formiranje kursa evra i ostalih stranih valuta

Prema izveštaju o monetarnoj politici, Narodna banka Srbije sprovodi režim rukovođeno plivajućeg deviznog kursa. Takav režim sprovode mnoge zemlje u tranziciji, a u Republici Srbiji on se sprovodi više od jedne decenije. Devizni kurs se formira slobodno, na osnovu ponude i tražnje deviza, a Narodna banka Srbije može da sprovodi intervencije na deviznom tržištu radi smanjenja prekomernih kratkoročnih oscilacija kursa dinara, očuvanja cenovne i fi nansijske stabilnosti i održavanja adekvatnog nivoa deviznih rezervi u skladu s Memorandumom Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji i programima monetarne politike.

Dakle, režim rukovođeno plivajućeg deviznog kursa podrazumeva pravo intervencija u slučaju znatnih dnevnih oscilacija na deviznom tržištu, ugroženosti fi nansijske i cenovne stabilnosti i potrebe da se zaštiti adekvatan nivo deviznih rezervi. Svaki priliv kapitala u evrima jača dinar, i sa svakim rastom investicija, zaduživanja i donacija dolazi do jačanja kursa dinara. Ali treba imati u vidu da zaduživanje u inostranstvu mora da se u određenom periodu izmiri, kao i da je moguća situacija da investitori u nekom trenutku mogu rešiti da povuku sredstva. U takvim situacijama može doći do naglog slabljenja kursa dinara. Iz tog razloga postoje brojni zagovornici koji smatraju da bi Republika Srbija trebalo da pređe na režim fiksnog deviznog kursa.

Banke i Narodna banka Srbije kupuju i prodaju devize na Međunarodnom deviznom tržištu po kursovima koje slobodno formiraju na osnovu ponude i tražnje. Narodna banka Srbije svakog svog radnog dana utvrđuje zvanični srednji kurs dinara prema evru, a na osnovu podataka o zaključenoj spot prodaji deviza sa datumom izvršenja kraćim od spot valute tog radnog dana. Kursom dinara prema evru se smatra protivvrednost jedinice strane valute – evra u dinarima. Narodna banka Srbije objavljuje podatak o zvaničnom srednjem kursu dinara prema evru na svojoj internet prezentaciji po pravilu do 18,00 časova svakog radnog dana, a on se primenjuje od 08,00 časova narednog dana.

Kursna lista sadrži i druge valute, za koje Narodna banka na početku svakog radnog dana utvrđuje zvanični srednji kurs dinara prema durgim valutama, a on se utvrđuje posebnom odlukom kojom se propisuju devize i efektivni strani novac za kupovinu i prodaju na deviznom tržištu, ali na osnovu zvaničnog srednjeg kursa dinara prema evru.

Zaključak

Uloga monetarne politike u savremenim uslovima ogleda se u pružanju adekvatne monetarne podrške ostvarenju ekonomskih ciljeva, pre svega privredne stabilnosti i održivog razvoja. Privredna stabilnost ne postoji ako uz stabilne cene i kurseve nema visokog procenta zaposlenosti i visoke iskorišćenosti proizvodnih kapaciteta i ostvarivanje održivog razvoja.

Dugoročni ciljevi (strateški) usmereni su ka razvoju koji se ogleda u ostvarivanju optimalne stope privrednog rasta, ostvarivanju optimalne stope zaposlenosti, stabilizovanju vrednosti novca. Ako je usmerena na povećanje ponude novca monetarna politika se smatra ekspanzivnom, a restriktivnom ako je usmerena na smanjenje ponude novca. Monetarna

politika najuže je vezana za njenu kreditnu politiku, jer regulisanje novčanog opticaja ne može se ograničiti samo na kontrolu gotovog novca, već i na kontrolu i regulisanje depozitnog novca, oročenih i drugih ograničenih depozita. Ona je deo opšte ekonomske politike, dok je kreditna samo mehanizam za ostvarivanje ciljeva monetarne politike.

Eliminisanje inflatornih poremećaja je ključ za održivi ekonomski rast i razvoj i ispunjenje ostalih makroekonomskih ciljeva. Politika stabilnih cena je bitna sa stanovišta makroekonomske efikasnosti, ali i održavanja životnog standarda stanovništva na adekvatnom nivou. U novom okviru monetarne politike NBS, referentna kamatna stopa jeste glavni instrument u režimu ciljane inflacije. Ostali instrumenti, uključujući intervencije na deviznom tržištu, imaju samo pomoćnu ulogu. Referentna kamatna stopa je kamatna stopa koja se primenjuje u sprovođenju osnovnih operacija monetarne politike i predstavlja operativni cilj za kratkoročne kamatne stope na tržištu novca. Njena uloga, kao operativnog cilja, je podržana koridorom kamatnih stopa na depozitne i kreditne olakšice i drugim operacijama na otvorenom tržištu. Korekcija referentne kamatne stope zasnovana je na oceni trenutne ekonomske situacije, oceni kretanja inflacije, kao i njihovim projekcijama. Referentna stopa biva korigovana tako da projektovana inflacija bude u granicama ciljanog raspona u vremenskom periodu koji Monetarni odbor bude smatrao odgovarajućim s obzirom na prirodu šokova i opštu makroekonomsku situaciju. Razmere i vreme takvih korekcija prate tok monetarne transmisije, uzimajući u obzir vremenske pomake koje transmisija podrazumeva. Projekcije bivaju izrađivane redovno i menjane u skladu s novim podacima o ocenama budućih makroekonomskih kretanja.

Ostali instrumenti monetarne politike, kao što su operacije na otvorenom tržištu hartijama od vrednosti duže ročnosti ili obavezna rezerva, imaju pomoćnu ulogu u ostvarenju ciljeva u pogledu inflacije. Oni doprinose nesmetanoj transmisiji referentne stope na tržište i razvoju finansijskih tržišta, pri čemu stabilnost finansijskog sistema ne bi bila ugrožena. Neki od tih instrumenata mogu da olakšaju transmisiju monetarne politike preko kreditnog kanala, a neki od njih (kao što je obavezna rezerva) imaju i važnu prudencijalnu ulogu.

U režimu ciljanja inflacije, devizne intervencije predstavljaju retko korišćen sekundarni instrument, koji doprinosi ostvarenju ciljane stope inflacije nakon što bude iscrpljen potencijal za delotvorni uticaj referentne kamatne stope na inflaciju.

Devizni kurs predstavlja indikator transmisije monetarne politike. Pri oceni uticaja referentne kamatne stope važno je pratiti kretanja na deviznom tržištu, budući da kanal deviznog kursa u Srbiji još uvek predstavlja najjači kanal kroz koji se utiče na inflaciju. Međutim, za devizni kurs nema utvrđivanja nikakvih numeričkih ciljeva. Narodna banka Srbije primenjuje devizne intervencije sa sledećim ciljevima: da ograniči preterane dnevne oscilacije kursa dinara, ali bez kumuliranja pritisaka u istom pravcu u dužem vremenskom periodu; da ograniči opasnost po finansijsku stabilnost, i da održi adekvatan nivo deviznih rezervi.

Zbog hronične inflacije, NBS je u prethodnim godinama konstantno primenjivala restriktivnu monetarnu politiku. Cilj ove politike jeste održavanje cenovne stabilnosti preko redukovanja novčane mase, kako bi se agregatna tražnja dovela u sklad sa agregatnom

ponudom. U cilju smanjenja inflacionih očekivanja i povećanja transparentnosti, NBS je prešla na režim inflatornog targetiranja, odnosno na režim ciljane inflacije.

Literatura

1. Barać, S., B. Stakić, & M. Ivaniš. 2010. Javne finansije. Univerzitet Singidunum.
2. Bisić, M. 2005. Politike javnih finansija. Centar za liberalno demokratske studije, Beograd.
3. Đorđević, D. 2005. Javne finansije. Privredna akademija, Novi Sad.
4. Živković, A., M. Džaletović, & P. Bojović. 2010. Monetarne finansije, Beograd.
5. Živković, A., B. Krstić, & P. Bojović. 2003. Osnovi ekonomije i bankarstva. Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd.
6. Živković, A., B. Krstić, & P. Bojović. 2008. Monetarna ekonomija i bankarstvo. Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd.
7. Ivaniš, M. 2006. Osnovi finansija. Univerzitet Singidunum Beograd.
8. Jakšić, M. 2006. Osnovi makroekonomije. Ekonomski fakultet Beograd.
9. Jovanović, M. Finansije u teoriji i praksi. Ekonomski fakultet, Niš.
10. Miljković, D. 2008. Međunarodne finansije. Ekonomski fakultet, Beograd.
11. Miškin, F.S. 2006. Monetarna ekonomija bankarstvo i finansijska tržišta. Data Status, Beograd.
12. Radičić, M., Raičević, B. 2011. Javne finansije-teorija i praksa, Data status, Beograd.
13. Todorović, J., & M. Đorđević. 2010. Javne finansije. Ekonomski fakultet Niš.
14. Štiglic, J. 2007. Ekonomija javnog sektora. Ekonomski fakultet, Beograd.
15. Prašević, A. 2007. Izbor pravila monetarne politike. Ekonomska misao, 40, (1-2): 1-14.
16. Softić, K., B. Ilić, & M. Maksimović. 2012. Monetarna strategija i osnovni ciljevi monetarne politike Centralne banke Srbije. Ekonomika, 58, (4): 129- 137.
17. Hrustić, H. 2002. Fiskalni federalizam u svetu i naša iskustva. Privredni pregled, Beograd.
18. Vilaret, S., V. Pješić, & M. Đukić. 2009. Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljane inflacije. Bankarstvo (5-6).
19. Palić, M., & N. Tasić. 2008. Stopa obavezne rezerve kao instrument monetarne politike. Bankarstvo (7-8).

THE ROLE OF THE NATIONAL BANK OF SERBIA IN REGULATION OF MONETARY POLICY

Nataša Marjanović⁶, Jovan Prelić⁷, Jelena Belokapić Čavkunović⁸

Abstract

Monetary stability implies achieving a low and stable inflation rate. Through monetary policy instruments, the central bank seeks to achieve targeted inflation in order to achieve macroeconomic stability. As the main problem in the previous period was high inflation, the NBS has consistently implemented a restrictive monetary policy based on the basic factors of inflation. Its implementation was carried out most often by increasing the reference interest rate and conducting open market operations. For the implementation of inflation targeting policies, sustainable public finances, central bank independence, good forecasting of inflation trends and a good knowledge of the transmission mechanism between monetary policy instruments and inflation should be ensured.

The main goal of this paper, based on the current operations of the National Bank of Serbia, is to analyze the success and trends of monetary policy in recent years.

Key words: National Bank of Serbia, monetary policy, money, regulation.

Datum dolaska (Date received): 12.09.2017

Datum prihvatanja (Date accepted): 30.09.2017.

⁶ Nataša Marjanović Ph.D., Visoka škola strukovnih studija, Gradski park no. 2a, Belgrade, Serbia.

⁷ Jovan Prelić, Graduate of economics, University of Defense, Military Academy, Pavla Jurišića Šturma street no. 33, Belgrade, R. Serbia.

⁸ Jelena Belokapić Čavkunović, University of Business Studies, Jovana Dučića street no. 23a, 78000 Banja Luka, Republic of Srpska, Bosnia and Herzegovina, E-mail: collective.action1234@gmail.com