



**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**



Зенаида Шаботић

**ИМПЛИКАЦИЈЕ ПРОЦЕСА ЕВРОПСКИХ ИНТЕГРАЦИЈА НА
ПОЛОЖАЈ И НАДЛЕЖНОСТИ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ**

докторска дисертација

Ниш, 2014.



**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**



**ИМПЛИКАЦИЈЕ ПРОЦЕСА ЕВРОПСКИХ ИНТЕГРАЦИЈА НА
ПОЛОЖАЈ И НАДЛЕЖНОСТИ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ**

докторска дисертација

Ментор

Проф. др Срђан Маринковић

Кандидат

Зенаида Шаботић, дипл. екон.

Ниш, 2014.



**UNIVERSITY OF NIS
FACULTY OF ECONOMICS**



**IMPLICATIONS OF EUROPEAN INTEGRATION PROCESS
ON THE POSITION AND RESPONSIBILITIES OF THE
NATIONAL BANK OF SERBIA**

doctoral dissertation

Mentor

Prof. Srđan Marinković, PhD

Candidate

Zenaida Šabotić, economist

Niš, 2014.

Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације

Ментор:

Др Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета у Нишу

Чланови комисије:

1. Др Борко Крстић, редовни професор Економског факултета у Нишу

2. Др Александар Живковић, редовни професор Економског факултета у Београду

Датум одбране: _____

Научни допринос докторске дисертације

Адекватно формулисана и имплементирана монетарна политика предствља неопходан предуслов успешног спровођења целокупне економске политике. У процесу интеграција Републике Србије у Европску унију, неопходно је указати на кључне дилеме које стоје пред креаторима националне економске политике, са аспекта статуса, надлежности и осталих елемената организације централне монетарне власти. Објективном научном анализом циљ је указати на оптималан моменат прикључења Србије Европској монетарној унији. Формираном базом података о динамици групе макроекономских и макрофинансијских показатеља, за државе чланице Европске монетарне уније за период чланства и период који му претходи, тестиран је њихов значај за економске ефекте монетарне интеграције. Економетријском обрадом података одређене су критичне вредности индикатора који могу указати на неповољан утицај монетарних интеграција на привредни развој земље чланице и монетарне уније као целине. Примењеним економетријским моделом су добијени резултати вредности кључних индикатора достигнутог степена економске развијености и стабилности, који држави гарантују позитивне резултате од уласка у Европску монетарну унију. На овај начин се одређује оптималан моменат у коме ће подела монетарне суверености са постојећим чланицама Европске монетарне уније дати оптималне резултате за Србију, односно бити ефикасна друштвена одлука.

Scientific contribution of PhD dissertation

Adequately formulated and implemented monetary policy represents a necessary precondition for the successful implementation of the overall economic policy. In the process of integration of Serbia into the European Union, it is necessary to point out the key dilemmas that confront creators of national economic policy, in terms of status, authority and other elements of the central monetary authority. By objective scientific analysis, the aim is to point out the optimal moment of Serbia joining the European Monetary Union. Established database related to the dynamics of the group of macroeconomic and macrofinancial indicators, for the member states of the European Monetary Union for the period of membership and the period that precedes it, their significance for the economic effects of monetary integration was tested. The critical values of indicators that may indicate an adverse effect of monetary integrations in the economic development of member countries and the monetary union as a whole have been specified by the econometric analysis. The results in values of key indicators of the achieved level of economic development and stability, that guarantee positive results of the country joining the European Monetary Union, have been made by the applied econometric method. The optimal moment, in which the division of monetary sovereignty with the existing members of the European Monetary Union will give optimum results for Serbia and be effective social decision, is determined this way.

ИЗЈАВА МЕНТОРА
О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ УРАЂЕНЕ
ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Овим изјављујем да сам сагласан да кандидат Зенаида Шаботић може да преда Реферату за последипломско образовање Економског факултета у Нишу урађену докторску дисертацију под називом *Импликације процеса европских интеграција на положај и надлежности Народне банке Србије*, ради организације њене оцене и одбране.

Проф. др Срђан Маринковић

(потпис ментора)

STATEMENT OF TUTOR
FOR SUBMISSION OF COMPLETED
DOCTORAL DISSERTATION

Hereby I declare that I agree that the candidate Zenaida Šabotić can submit completed doctoral dissertation to the officer for the postgraduate education of the Faculty of Economics entitled *Implications of European Integration Process on the Position and Responsibilities of the National Bank of Serbia*, for the purpose of its evaluation.

Prof. Srđan Marinković, Ph.D.

(mentor's signature)

Под пуном материјалном и моралном одговорношћу изјављујем да је приложена докторска дисертација резултат сопственог научног истраживања и да је коришћена литература на адекватан начин цитирана, без преузимања идеја, резултата и текста других аутора на начин којим се прикрива оригиналност извора. У потпуности преузимам одговорност за спроведено истраживање, анализу, интерпретацију података и закључке.

Зенаида Шаботић

With due material and moral responsibility, hereby I declare that the doctoral dissertation is the result of personal scientific research and that the references used are cited adequately without use of ideas, results and texts of other authors in the way that hides the source's originality. I take the full responsibility for conducted research, analysis, data interpretation and conclusions.

Zenaida Šabotić

ИМПЛИКАЦИЈЕ ПРОЦЕСА ЕВРОПСКИХ ИНТЕГРАЦИЈА НА ПОЛОЖАЈ И НАДЛЕЖНОСТИ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ

Сажетак

Улога монетарне политике је временом све више добијала на значају, од чијег правца деловања су ефекти економске политике постали све зависнији. Стабилна монетарна политика је постала неопходан услов економског просперитета, а њено адекватно формулисање и имплементација добили примат у односу на дејство фискалне политике. Кооперација и синхронизација у примени мера и инструмената монетарне и фискалне политике, су неопходне да би дошло до реализације дефинисаних економских циљева. Са растом значаја монетарне политике, јача положај и улога институције у чијој надлежности је њено формулисање и спровођење.

Улога монетарне политике и централне монетарне институције као носиоца врховне монетарне власти, зависи од економског уређења државе, нивоа привредне развијености и доживљавала је промене упоредо са организационим променама у држави. У највећем броју држава, институција која је задужена за управљање монетарном политиком, односно за њено формулисање, имплементацију и контролу, је централна банка. У иницијалним фазама развоја, централна банка је служила као „банкар државе“, односно институција која је требало да обезбеди неопходна средства држави за финансирање потреба, које су најчешће биле мотивисане повећаним ратним издацима. У том периоду, креативност и способност креатора монетарне политике да, комбинацијом расположивих мера и инструмената, допринесе макроекономској стабилности и привредном расту и развоју, није могла доћи до изражаја. Напротив, остврење основног задатка је било повезано са подстицањем инфлације, односно обезвређивањем вредности националне валуте. Ипак, обзиром на услове у којима је основана, централна банка није могла другачије ни обликовати задатке и функције, него што су разлози њеног оснивања предвиђали. Време је фактор који је имао позитиван утицај на јачање монетарне политике и оснаживање улоге централне банке, што је резултирало порастом броја функција које су у њеној надлежности и повећањем степена независности у односу на државне органе. Тек као модерна, самостална и ефикасна институција, централна банка може да представља кључан фактор стабилизације и економског развоја.

У зависности од тога да ли држава спроводи самосталну монетарну политику и има сопствену валуту, или је чланица монетарне уније у оквиру које постоје јединствена валута и заједничка централна банка, долази до промене положаја и надлежности централне банке. У процесу европских интеграција, који је захватио и земље западног Балкана, веома је важно припремити институције у земљи за обављање нових задатака и преузимање нових одговорности. У оквиру дисретације ће бити анализирани предности и недостаци чланства у монетарној унији, као и макроекономске варијабле чији квантитативни израз може бити добар индикатор за одабир најповољнијег тренутка за приступање националних економија широј монетарној заједници.

IMPLICATIONS OF EUROPEAN INTEGRATION PROCESS ON THE POSITION AND RESPONSIBILITIES OF THE NATIONAL BANK OF SERBIA

Summary

The role of monetary policy has increasingly gained in importance over time, and the effects of economic policy has become increasingly dependent on its courses of action. Stable monetary policy has become an essential condition for economic prosperity, and its proper formulation and implementation given precedence over the effects of fiscal policy. Cooperation and synchronization in the implementation of measures and instruments of monetary and fiscal policies are necessary to lead to the realization of the defined economic goals. With the growing importance of monetary policy, the position and role of the institution, in charge of its formulation and implementation, strengthen too.

The role of monetary policy and the central monetary institution as the holder of the supreme monetary authority, depends on the economic structure of the country, the level of economic development and has experienced changes along with organisational changes in the country. In most countries, an institution that is responsible for the management of monetary policy, ie its formulation, implementation and control, is the central bank. In the initial stages of development, the central bank served as the "banker of the country", ie the institution that was supposed to provide the necessary funds to the state for funding needs, which were most often motivated by increased war spending. At that time, creativity and the ability of monetary policy to contribute to macroeconomic stability and economic growth and development, by the combination of available measures and instruments, could not come to the fore. On the contrary, the realisation of the basic task was associated with encouraging inflation and devaluation of the national currency. However, given the conditions in which the central bank was established, it could not shape duties and functions, but in the way its founding reasons predicted. Time is a factor that had a positive impact on the strengthening of monetary policy and strengthening the role of the central bank, which resulted in an increase in the number of functions that are within its jurisdiction and the increasing degree of independence from the state authorities. Only as a modern, independent and effective institution, the central bank may be a key factor of stabilisation and economic development.

Depending on whether the country conducts an independent monetary policy and its own currency, or is a member of a monetary union in which there is a single currency and a common central bank, makes a change of position and responsibility of the central bank. In the process of European integration, which has affected the countries of the Western Balkans, it is very important to prepare the institutions in the country to perform new tasks and new responsibilities. As part of dissertation, the advantages and disadvantages of membership in the monetary union and macroeconomic variables whose quantitative expression can be a good indicator for selecting the best moment of accession of the national economies to the wider monetary community.

САДРЖАЈ

УВОД.....	1
ПРВИ ДЕО.....	9
ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО ВОДЕЋА МОНЕТАРНА ИНСТИТУЦИЈА	9
<i>Глава 1.</i>	8
РАЗВОЈНИ ПУТ И УЛОГА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ	8
1. Историјски развој централне банке као водеће монетарне институције	8
2. Прелазни модели организовања монетарне политике	12
3. Портфељ циљева централне банке.....	15
3.1. Стабилност цена као примарни циљ	21
3.2. Финансијска стабилност као примарни циљ	24
4. Правни, власнички статус и организациона структура централних банака.....	27
5. Управљање централном банком.....	29
6. Независност централне банке – основни облици и мерење степена независности.....	32
7. Транспарентност и одговорност централне банке	36
<i>Глава 2.</i>	41
ФУНКЦИЈЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ И ИМПЛИКАЦИЈЕ ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ СЕПАРАЦИЈЕ ИЛИ ОБЈЕДИЊАВАЊА У ОКВИРУ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ	41
1. Функција емитовања новца и спровођења монетарне политике.....	41
2. Функција одржања ликвидности банкарског сектора.....	42
3. Функција надзора над финансијским системом	44
4. Функција управљања девизним резервама, спољним дугом и девизним курсем.....	45
5. Институционална сепарација функција	47
<i>Глава 3.</i>	50
МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА – ИНСТРУМЕНТИ, РЕЖИМИ И ДЕТЕРМИНАНТЕ ИЗБОРА	50
1. Инструменти монетарне политике.....	50
1.1. Операције на отвореном тржишту	52
1.2. Стопа обавезне резерве	54
1.3. Кредити централне банке пословним банкама	56
2. Режији монетарне политике.....	58
2.1. Таргетирање девизног курса.....	58
2.2. Таргетирање монетарних агрегата	60
2.3. Таргетирање инфлације.....	62
2.4. Остали Режији монетарне политике	64
ДРУГИ ДЕО	69
ЕВРОПСКИ СИСТЕМ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА КАО ОРГАНСКА СПОНА ИЗМЕЂУ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ И НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ	69

<i>Глава 4.</i>	68
ЕВРОПСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО НОСИЛАЦ ЗАЈЕДНИЧКЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	68
1. Европски систем централних банака	68
2. Институционални и организациони аспекти Европске централне банке	72
3. Стратегија монетарне политике Европске централне банке	80
4. Независност Европске централне банке: институционална, персонална, функционална и финансијска независност	86
<i>Глава 5:</i>	89
НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ У ПРОЦЕСУ ПРИДРУЖЕЊА ЕВРОПСКОЈ УНИЈИ	89
1. Организациони аспект Народне банке Србије – од система централних банака до јединствене централне банке	89
2. Стабилност цена као основни циљ Народне банке Србије	96
3. Таргетирање инфлације као режим монетарне политике у Србији	103
4. Инструменти монетарног регулисања у Србији	109
5. Независност и транспарентност Народне банке Србије	115
6. Хармонизација монетарне политике Народне банке Србије са монетарном политиком Европске централне банке	120
ТРЕЋИ ДЕО	126
ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ	126
<i>Глава 6.</i>	127
ОПТИМАЛНО ВАЛУТНО ПОДРУЧЈЕ И ЕВРО	127
1. Појам и услови оптималног валутног подручја	127
2. Критеријуми увођења заједничке валуте	131
3. Монетарне интеграције	134
3.1. Америчка монетарна унија	136
3.2. Италијанска монетарна унија	137
3.3. Немачка монетарна унија	139
3.4. Латинска монетарна унија	140
3.5. Скандинавска монетарна унија	142
3.6. Монетарне уније двадесетог века	143
4. Предности и недостаци фиксног девизног курса	144
5. Евро као оптимална валута	147
5.1. Предности и недостаци употребе евра као заједничке валуте	155
6. Да ли евро делује стабилизујуће на привреду земаља које га користе као монетарну јединицу?	157
<i>Глава 7.</i>	160
ПРЕМА МОНЕТАРНОЈ УНИЈИ У ЕВРОПСКОЈ ЗАЈЕДНИЦИ: ЗАШТО И КАКО?	160
1. Историја монетарних интеграција у Европи	160
2. Предности и недостаци Европске монетарне уније	166

3. Институционални приступ Европској унији – конкретни кораци на националном нивоу.....	173
4. Правила конвергенције - критеријуми из Мастрихта.....	177
ЧЕТВРТИ ДЕО.....	186
ЕФЕКТИ ПРИКЉУЧЕЊА СРБИЈЕ ЕВРОПСКОЈ МОНЕТАРНОЈ УНИЈИ НА ФУНКЦИОНИСАЊЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ	186
<i>Глава 8.</i>	<i>185</i>
ОД САМОСТАЛНЕ МОНЕТАРНЕ ИНСТИТУЦИЈЕ ДО ЧЛАНИЦЕ ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ	185
1. Историја економских односа Србије и Европске уније	185
2. Перспективе Србије и Народне банке Србије након приступања Европској унији	187
3. Испуњеност критеријума конвергенције у Србији	198
4. Да ли Србија може функционисати ван ЕМУ?	206
<i>Глава 9.</i>	<i>211</i>
ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ ОПТИМАЛНОГ МОМЕНТА ПРИКЉУЧЕЊА СРБИЈЕ ЕВРОПСКОЈ УНИЈИ.....	211
1. Концептуални оквир емпиријског истраживања.....	211
2. Методологија емпиријског истраживања.....	211
3. Анализа података.....	213
4. Резултати емпиријског истраживања.....	214
ЗАКЉУЧАК.....	227
ПРИЛОЗИ	255
ЛИТЕРАТУРА.....	259

УВОД

Централна банка представља водећу институцију монетарног система задужену за обезбеђење нормалног функционисања банкарског и финансијског система и вођење монетарне политике земље, у сврху остварења дефинисаних циљева. Монетарна политика представља значајан сегмент укупне економске политике са важним потенцијалима у превенцији два екстремна економска поремећаја: економске рецесије и инфлације.

Историјски развој централних банака је текао од њиховог постепеног диференцирања од комерцијалних банака, преко монопола на емисију новца, до формирања независне монетарне институције која је одговорна за очување стабилности цена и целокупног финансијског система. Њена улога и одговорност у домену кредитно-монетарне, девизне политике, али и бројним другим аспектима њеног деловања, изводисе из надлежности и овлашћења које државни органи преносе на њу као централну институцију монетарног система.

Организација централне банке условљена је државним устројством. Може бити организована као јединствена централна банка (у унитарним државама) као систем централних банака (у земљама са федералним и конфедералним уређењем) и као супранационална банка (у земљама које се одричу свог монетарног суверенитета и приступају монетарној унији прихватајући јединствену валуту и јединствену централну банку).

Народна банка Југославије је од свог оснивања (добила је право емисије новца 1929. године) до данас прошла кроз неколико организационих форми. Од јединствене централне банке, преко сложеног система централних банака коју су чиниле централне банке федералних јединица по узору на амерички Систем федералних резерви, па до враћања на јединствену централну банку формирањем државне заједнице Србије и Црне Горе, али уз специфичност у односу на све познате моделе организовања монетарне функције. Распадом државне заједнице Србије и Црне Горе, Народна банка Србије (НБС) функционише као јединствена централна банка која спроводи монетарну политику на територији Републике Србије.

Како је за један од стратешких циљева у Републици Србији постављено чланство у Европској унији (ЕУ), Народну банку Србије очекује још једна трансформација у погледу положаја и надлежности, најпре као чланице Европске уније, а потом и чланице Европске монетарне уније (ЕМУ). Управо је предмет истраживања докторске дисертације праћење импликација европских интеграција Србије на улогу и положај НБС као водеће монетарне институције.

Процес прикључења Европској унији у великој мери је вођен јасним и детаљно развијеним процедурама, па се може учинити да у овом процесу нема превише простора за креативно деловање националних власти. Међутим, с обзиром на трајање

овог процеса, редослед корака и припремне радње постају важан аспект укупног процеса који остаје у надлежности држава кандидата. Такође, на неке фазе интеграција данас се гледа са више скепсе него деценију пре. Ово се пре свега односи на улазак у ЕМУ. За разлику од раније доминантног, готово догматског, става да монетарна интеграција представља кулминацију овог процеса, данас се све више на ову фазу интеграције гледа као на независну одлуку, коју треба донети на бази објективне научне анализе предности и недостатака. Због тога је као основни циљ овог истраживања постављено одређење оптималног момента уласка Србије у Европску монетарну унију, као и дефинисање активности којима НБС може допринети остварењу тог циља.

У раду ће се користити научне методе уобичајене у друштвеним наукама: метод анализе, синтезе, историјски метод и дескриптивни статистички методи. Међутим, посебан квалитет предложеног истраживања представља иновативна примена специфичног научног метода, односно ROC криве (енгл. Receiver Operating Characteristic Curve) као модела који је доживео низ примена у другим наукама, а може бити користан у креирању и интерпретацији економетријских резултата. Са применом ове технике започело се током Другог светског рата за детектовање лажних и тачних сигнала на екрану радара. Касније је адаптирана за употребу у лабораторијској медицини, где је и доживела најширу примену.

Метод се заснива на прорачуну две статистичке вредности: вероватноће тачног детектовања присуства особине (сензитивност) и вероватноће нетачног детектовања присуства особине (специфичност) које се израчунавају за сваку вредност анализиране независно променљиве. Свака тачка на ROC криви представља уређени пар ове две вредности, а на бази положаја криве тумачимо релевантност конкретне независно променљиве (индикатора).

Циљ примене овог метода је да се издвоје параметри (вредности одабраних макроекономских и макрофинансијских варијабли) које ће што прецизније издвојити укупан скуп држава у две популације: државе код којих је улазак у ЕМУ био ефикасна економска стратегија, и оне код којих су ефекти ове одлуке били неповољни. За решавање оваквих проблема могу се користити различити методи (Logit model, Вишеструка дискриминациона анализа и други), који користе непрекидне или дискретне независне случајно променљиве као детерминанте категоријалне зависно променљиве. Међутим, применом ових метода ретко се добија потпуно раздвајање елемената скупа на дефинисане популације, односно често не постоји такав праг да вредности променљиве изнад (испод) њега недвосмислено значе којој групи (успешна или неуспешна) држава припада. Један од начина да се одреди праг је да то буде она вредност променљиве за коју је производ поменутих вредности сензитивности и специфичности максималан. Дакле, метод ће као резултат дати вредности зависно променљивих (тзв. маркера), дефинисаних као индикатори достигнутог степена економске развијености и стабилности, које држави гарантују позитивне резултате од уласка у ЕМУ.

У правцу остваривања наведених циљева, намера аутора је да у истраживању тестира следеће хипотезе:

1. Оптималан статус и надлежности НБС су одређени стратешким опредељењем за чланство у Европској унији,
2. Ефекти приступања Србије Европској монетарној унији зависе од одабира тренутка приступања;
3. Оптималан моменат приступања Европској монетарној унији је детерминисан индикаторима економског развоја и макроекономске стабилности (нивоом бруто друштвеног производа (БДП), стопом инфлације, односом каматних стопа, висином јавног дуга и буџетског дефицита).

Први део, под називом Централна банка као водећа монетарна институција, састоји се из три главе. У првој глави ове целине под називом Развојни пут и улога централне банке, приказан је еволутивни пут савремених централних банака, разлози њиховг постојања, као и алтернативе за вођење монетарне политике увођењем прелазних организационих модела (нпр. валутни одбор), са освртом на искуства појединих земљама. Одабир адекватних инструмената у вођењу монетарне политике зависи од одабраног примарног циља централне банке, о којима ће се детаљније говорити у оквиру анализе портфеља циљева. Већина централних банака је, у складу са негативним искуствима високе инфлације, као примарни циљ монетарне политике одабрала стабилност цена. Ипак, има и оних које су приликом дефинисања примарног примат дале остварењу и очувању финансијске стабилности. Циљеви које централна банка треба да оствари су веома условљени и комплементарни, тако да реализација једног, доприноси и остварењу другог циља. У оквиру ове главе биће представљена различита решења у погледу организационе структуре централне монетарне власти, органима управљања и њиховим надлежностима, као и концепти независности, транспарентности и одговорности централне банке у вођењу монетарне политике.

У другој глави, која носи назив Функције централне банке и импликације њихове сепарације или обједињавања у оквиру централне банке, дат је преглед традиционалних функција централне банке. У овој глави ће се анализирати предности и недостаци различитих решења у вези са алокацијом надлежности у обављању традиционалних функција централне банке, емитовања новца и спровођења монетарне политике, одржања ликвидности банкарског система, надзора над финансијским организацијама, управљања девизним резервама, спољним дугом и девизним курсем. Посебно су анализирани аргументи за и против обједињавања свих функција у надлежности централне банке, односно истраживање потребног степена координације међу функцијама када су у надлежности више институција. Концентрација великог броја функција у оквиру једне институције, у овом случају централне банке, може је учинити превише крутом и неосетљивом на решавање и других циљева шире економске политике. Расподела одговорности и функција са собом носи проблем координације и усклађеног дејства институција у чијој надлежности се налазе поједине функције, што може довести до смањења њихове ефикасности.

У последњој глави ове целине, под називом Монетарна политика – инструменти, режими и детерминанте, анализирна су стратегијска и оперативна питања монетарне политике: режими монетарне политике и инструментаријум који стоји на располагању централним банкама. Одабир инструмената и њихова комбинација су под утицајем великог броја фактора који нису под контролом централне банке, попут развијености финансијског система и отворености економије, што захтева пажљиву и исцрпну анализу приликом њиховог одабира. Избор режима монетарне политике је директно повезан са одабиром варијабли чије ће вредности бити у фокусу активности централних банака, па је неопходно режим монетарне политике ускладити са потребама економије, али не само тренутним, већ дугорочним потребама, чије предвиђање додатно отежава деловање централне банке у турбулентном и непредвидивом окружењу.

Други део, под називом Европски систем централних банака као органска спона између Европске централне банке и Народне банке Србије, се састоји од две главе. У првој глави, која носи назив Европска централна банка: преобликовање монетарне политике у Европи, представљено је дејство сложеног Европског система централних банака и његова улога координатора између Европске централне банке и националних централних банака држава чланица Европске уније. Европска централна банка, као институција која је задужена за формулисање и имплементацију монетарне политике у државама чланицама Европске монетарне уније, и њен институционални и организациони аспект су описани у наставку. Стратегија монетарне политике Европске централне банке је резултат комбинације различитих инструмената које користи у достизању стабилности цена, као примарно дефинисаног циља. Да би успешно могла да обавља поверене функције и усклади монетарну политику на начин који ће најбоље одговарати свим државама чланицама ЕМУ, неопходно је обезбедити њену институционалну, персоналну, функционалну и финансијску независност.

Друга глава, под називом Народна банка Србије у процесу придружења Европској унији, је у целини посвећена анализи Народне банке Србије, њеној организацији, анализи монетарне политике, односно примарном циљу и режимима монетарне политике у Србији. Да би остварила циљеве, у складу са променама у приоритетима и режимима, долазило је и до промене инструмената који су се превасходно користили у њиховој реализацији. Независна централна банка је предуслов успешног спровођења монетарне политике, па је у наставку анализиран остварени ниво независности и транспарентност Народне банке Србије. Обзиром на стратешку оријентацију Србије за чланством у Европској унији, неопходно је извршити хармонизацију монетарне политике Народне банке Србије са монетарном политиком Европске централне банке и анализиран је остварени ниво њихове усаглашености.

Трећи део, под називом Европске монетарне интеграције, садржи две главе. Прва глава, Оптимално валутно подручје и евро као оптимална валута, садржи анализу теорије оптималног валутног подручја којом је указано на услове које мора испуњавати одређени економски простор да би се могао успешно интегрисати у монетарну унију, односно користити заједничку валуту. Анализирани су критеријуми увођења

заједничке валуте и историја монетарних интеграција, од националних, преко мултинационалних монетарних унија, како би се што боље разумеле тренутне тенденције монетарног уједињења на подручју Европе. Посебна пажња је посвећена новој валути, евра, која је настала као резултат формирања Европске монетарне уније, предностима и недостацима његове употребе, као и анализом стабилизујућег дејства евра на привреду земаља кој ега користе као монетарну јединицу. Функционисање различитих држава под окриљем јединствене монетарне политике носи бројне проблеме, од којих се неки могу приписати као недостаци употребе јединствене валуте, што није у потпуности оправдано. Искуства ЕМУ сведоче да јединствена монетарна политика не може гарантовати потпуну конвергенцију националних инфлација, кључних каматних стопа и трошкова јавног дуга, јер не обезбеђује гаранције фискалне стабилизације.

Друга глава ове целине, која носи назив Према монетарној унији у Европској заједници: зашто и како? посвећена је историји монетарних интеграција на подручју Европе, предностима и недостацима Европске монетарне уније, ако и анализи конкретних корака на националном нивоу у циљу приступања ЕМУ. Анализирани су критеријуми конвергенције, оправданост њиховог одабира, и све актуелнији проблем Европске монетарне уније, а то је изостанак фискалне интеграције. Наиме, у постојећем институционалном оквиру ЕМУ, кроз критеријуме конвергенције индиректно је уведено и правило конвергенције фискалних политика (критеријуми висине буџетског дефицита и јавног дуга) али се на стриктном поштовању ових критеријума није инсистирало ни код самог пријема у ЕМУ, док је континуирано праћење након пријема готово потпуно изостало. Анализирано је колико је могуће обезбедити монетарну интеграцију земаља без фискалне интеграције, без обзира на покушај инкорпорирања неких елемената у критеријумима конвергенције. Као неспорно важни намећу се и аргументи неких држава чланица Европске уније (нпр. Велика Британија) којима се оправдава задржавање монетарне суверености.

Последњи, четврти део дисертације, под називом Ефекти прикључења Србије Европској монетарној унији на функционисање Народне банке Србије, се састоји из две главе. У првој глави, која носи назив Од самосталне монетарне институције до чланице Европске монетарне уније, дат је преглед развоја односа Народне банке Србије и Европске уније, перспективе Србије и Народне банке Србије након приступања Европској унији, са анализом предности и недостатака губитка монетарног суверенитета након прихватања евра као јединствене валуте. Обзиром да је монетарна интеграција претпоследњи корак економске интеграције земаља, анализиран је тренутни ниво испуњености критеријума конвергенције у Србији. Обзиром на главне трговинске партнере Србије и њену повезаност за земљама Европске уније, анализирана је могућност функционисања Србије као чланице Европске уније, али не и чланице монетарне уније.

У другој глави четвртог дела, која носи назив Емпиријско истраживање оптималног момента прикључења Србије Европској унији и Европској монетарној унији, применом специфичног економетријског метода истражен је оптималан моменат уласка Србије у

ЕУ и ЕМУ. Анализом групе одабраних макроекономских и макрофинансијских индикатора за групу земаља чланица ЕУ и ЕМУ, вредности показатеља у тренутку приступања ЕУ и ЕМУ, као и праћења промена (кретање бруто друштвеног производа, релевантних каматних стопа, висине буџетског дефицита и јавног дуга, динамике девизног курса) након приступања, добијене су вредности индикатора чији квантитативни израз може бити добар индикатор за одабир најповољнијег тренутка за приступање националних економија широј монетарној заједници.

ПРВИ ДЕО

ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО ВОДЕЋА МОНЕТАРНА ИНСТИТУЦИЈА

Глава 1.

РАЗВОЈНИ ПУТ И УЛОГА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

1. Историјски развој централне банке као водеће монетарне институције

Централна банка је врховна монетарно-кредитна институција сваке земље у којој је уређење и вођење монетарних токова поверено посебној институцији, задуженој за очување ценовне и финансијске стабилности земље. У самом називу се наговештава улога и положај ове институције - централна, зато што је на врху (у центру) банкарског система, банка - зато што је настала од комерцијалних банака са ексклузивним правом емитовања новчаница, али се, захваљујући својим осталим, специфичним функцијама, врло брзо диференцирала од њих. Данас постоји велики број дефиниција централне банке, а према дефиницији Међународног монетарног фонда (ММФ)¹ централна банка је национална финансијска институција која спроводи контролу над кључним аспектима финансијског система и обавља кључне активности, попут емитовања валуте, управљања девизним резервама, обављања трансакција са ММФ-ом и обезбеђивање кредита осталим депозитним институцијама. Савременој централној банци је претходио дуг историјски пут и развој, који се може конципирати кроз три фазе. На самом почетку, примарна улога централних банака је била везана за обављање послова државних органа, и служиле су као банкарски државе, а целокупно њихово функционисање је било под великим политичким утицајем. Потом следи период развоја у ком се оне издвајају из послова комерцијалног банкарства, и постају "банке банака", при чему им је примарна активност усмерена на осигурање стабилности банкарског система (својих дојучерашњих конкурената) и финансијског система у целини. Оне су добиле овај назив захваљујући чињеници да су остале комерцијалне банке депоновале своје вишкове ликвидних средстава управо код њих, а са друге стране, централне банке су имале могућност да им, у тренуцима смањене ликвидности комерцијалних банака, одобре неопходна средства. Последња фаза у развоју централних банака настаје стицањем независности, бар институционалне, у одабиру инструмената за реализацију основног циља, који код већине централних банака представља очување стабилности цена и целокупног финансијског система.

Дефинисање централне банке као кључне институције монетарног система једне земље, настоји да направи јасну разлику између централног и пословног банкарства, узимајући у обзир специфичности привредног система и монетарног уређења земље у којој функционишу. Дobar пример такве дефиниције је она коју је дао Sayers², имајући у виду банку Енглеске која је дуги низ година након прерастања из приватне банке настојала да заштити своје комерцијалне интересе: посао централне банке, различити

¹ International Monetary Fund (2000) Monetary and Financial Statistics Manual, International Monetary Fund, p. 87.

² Sayers R. (1976) The Bank of England 1891-1944, Vol. 1, University Printing House, Cambridge, p. 1.

од посла комерцијалне банке је да контролише комерцијалне банке на такав начин да промовише генералну политику државе. Из овога се могу извући три значајне ставке. Прво, централна банка није основана са циљем максимирања профита њеним власницима као у случају комерцијалне банке. Друго, она мора да располаже одређеним средствима којима ће вршити контролу комерцијалних банака. И као треће, и оно што можда најбоље одређује њену одговорност остварењу општих циљева и интереса, она је подређена држави. Ова последња ставка је била карактеристична за банку Енглеске и одражавала специфичност њеног положаја у односу на извршну власт и Парламент у Великој Британији.

Потреба за постојањем овакве институције се није у свим земљама истовремено јавила. Прва централна банка је основана у Шведској, 1656. године (Riks bank), а највећи утицај на даљи развој централних банака је имала централна банка Енглеске (Bank of England), основана 1694. године, као акционарско друштво, чије су акције биле у поседу приватних клијената. Висина дивиденди је имала велике осцилације све до 1922. године, када је банка Енглеске, као емисиона банка за подручје Енглеске и Велса, била у могућности да плаћа непромењену дивиденду од 12%. Од самог оснивања, па до национализације банке 1946. године, акционари су имали мали, или готово незнатан утицај на њено функционисање и процес одлучивања. Оно у чему се још огледа њена специфичност је степен институционалне независности и њен однос према Министарству финансија и Парламенту, који нигде није прецизно дефинисан, а о њеној улози у финансијском систему Велике Британије се највише може сазнати из извештаја комитета формираног од стране Парламента, спорадично објављених извештаја на ту тему од стране саме банке, као и објављених радова појединих функционера поменутих органа власти који су непосредно утицали на конципирање и обликовање монетарне политике у земљи. О њеној чврстој вези са Министарством финансија и улози најбоље сведочи интерпретација њене улоге садржана у меморандуму из 1980. год. У њему се истиче да је, у периоду између два светска рата, Банка Енглеске улогу превасходно схватала као "своју обавезу да усмерава своје операције у служби јавног интереса и да подвргне себе према крајњој власти владе по питањима монетарне и економске политике."³ Ово указује на превласт извршне власти, тј. Трезора у свакој ситуацији у којој постоје озбиљнији конфликти око праваца и начина спровођења монетарне политике. У пракси, Трезор утврђује циљеве монетарне политике који су у складу са дефинисаном економском политиком, а централна банка је задужена за њихову адекватну имплементацију. Иако је Законом о Банци Енглеске из 1946. године дато право Трезору на давање директива централној банци, чиме он индиректно врши утицај на функционисање комерцијалних банака, нигде није прецизирана подела одговорности за обликовање монетарне политике у смислу давања приоритета појединим циљевима. Ни национализација није донела никакве измене – није забележен случај да је Трезор искористио право давања директива, нити да је гувернер централне банке поднео оставку због разлике у поимању примарног циља и

³ Cairncross A. (1988) Relationships with the Government, the Civil Service, and Parliament, in Central Banks Independence in Historical Perspective, ed. G. Toniolo, Walter de Gruyter Berlin, New York, p. 67.

правца вођења монетарне политике. У поменутом закону су прецизиране и њене основне функције: емитовање новчаница, функција банкара државе, агента државе у управљању јавним дугом, управљање рачуном државе на коме се воде девизне резерве (у злату, конвертибилним валутама и специјалним правима вучења).

Како су се мењали проблеми са којима су биле суочене привреде појединих земаља, тако су еволуирале и функције и инструменти који су главној монетарној институцији стајали на располагању, али су се мењали и основни циљеви. Обзиром да се проблем инфлације у готово свим земљама врло брзо показао као један од најкомплекснијих, за чије решавање није постојала, а не постоји ни данас, магична формула, очување стабилности цена на дуги рок је за већину централних банака постао примарни циљ. Ефикасност у решавању овог проблема је нераскидиво повезана са њеном организационом структуром, али и степеном институционалне и стварне независности од извршне и законодавне власти. Улога и положај централних банака, као и њени задаци, се разликују у зависности од уређења земље. Иако саставни део њеног назива чини реч „банка“, њено значење се веома разликује од значења које има у било ком другом модалитету пословног банкарства. Централна банка је државна или квази-државна институција, чији су основни задаци очување стабилности (чије остварење може бити изражено достизањем различитих таргета) финансијског система, одржање ликвидности макросистема, очување стабилности банкарског сектора и спречавање системског банкрутства, смањење незапослености и одржив привредни раст. Чак и када приватни акционари (као у случају Енглеске) формално поседују централну банку, она се ипак третира као државна институција а њен задатак није максимирање прихода њеним власницима, већ обављање функција у циљу заштите јавног интереса. Заправо, приватним акционарима није ускраћено право на дивиденду, али се њихова права завршавају на томе – немају утицаја на формулисање нити на спровођење монетарне политике. Пример такве централне банке је Систем федералних резерви у Сједињеним америчким државама (САД) састављен од 12 федералних резервних банака које имају свој капитал. Власничка права акционара су законом ограничена на фиксну дивиденду од 6%, а највећи део нето прихода одлази Трезору. Акционари, преко својих представника у управљачком телу резервних банака, на изванредан начин имају увид у њихово пословање и извесну контролу рада, али немају никакву контролу над највишим управљачким телом, Одбором гувернера, који је задужен за формулисање монетарне политике.

Након распада бретонвудског монетарног система, главни задатак централних банака би се могао окарактерисати као покушај превазилажења проблема изазваних стагфлацијом раних 70-их година 20-ог века, као и радикалних трансформација финансијског окружења и либерализације финансијских токова 80-их година.⁴ Појава стагфлације је нарушила поверење у успешност опоравка земаља и остварење циљева стабилности цена и пуне запослености. Мере економске политике, изражене кроз експанзивну фискалну политику и прилагодљиву монетарну политику нису дали очекиване резултате у погледу дугорочне добити или повећања запослености.

⁴ Bank for International Settlements (1997) 67th Annual Report, Basle, p. 140.

Хронична инфлација и кумулирани дефицит јавних финансија су у први план истакли све недостатке монетарне нестабилности и ограничења монетарног активизма. На другој страни, земље које су водиле знатно опрезнију економску политику, пре свега монетарну, попут Немачке и Швајцарске су још више нагласиле значај адекватног приступа у вођењу монетарне политике за одржив и стабилан економски развој земље. Проблеми које је стагфлација покренула у осталим земљама су за последицу имали преиспитивање моћи државе да их адекватно решава, као и фокусирање на одлучну борбу против инфлације. Промене у финансијском окружењу су такође имале далекосежне последице. Те промене су делимично биле последица промене економских услова као таквих, као и високим и променљивим инфлаторним стопама, а делом су своју потпору налазиле у филозофији слободног тржишта, убрзаном развоју информационе технологије и у помацима у области финансија. Ти помаци се огледају пре свега у процесима дерегулације; развоју финансијских тржишта, и по дубини и по ширини, као и повећању броја финансијских инструмената; интернационализацији финансија; институционализованој штедњи; смањењу разлика између различитих типова финансијских институција и финансијских инструмената; повећаним конкурентским притисцима и повећаном обиму трансакција а самим тим и финансијских токова. Резултат који је проистекао из свих тих процеса је био експанзија финансијског у односу на реални сектор економије. Ове појаве (стагфлације и промене у финансијском окружењу) су имале утицај у готово свим аспектима развоја централног банкарства и одредиле њихов главни задатак, а то је борба против инфлације, тј. стабилност цена. Поједини аутори наводе да би се неуспеси централних банака у реализацији постављених задатака могли окарактерисати не као неуспеси централне банке као такве, већ неуспеси дискреционог централног банкарства који су могли бити избегнути адекватним избором монетарних првила. Ипак, Selgin⁵ се не слаже са том констатацијом, истичући да је сама идеја о постојању избора између монетарних правила и монетарне дискреције погрешна. Према његовим речима, централне банке су суштински дискреционе институције, или још прецизније, централни банкарски нису у ситуацији да одоле остваривању дискреције. На другој страни, централни банкар везан правилима је у противуречности са самом позадином централног банкарства и конфронтирајућим подстицајима у комбинованој са неизбежним несавршеностима, чак и код најбоље дефинисаних монетарних правила, неминовно доводе у искушење адекватно управљање новчаном масом.

Главна карактеристика централне банке и њена особеност у односу на све остале појмове који у себи садрже реч „банка“ је подређеност општедруштвеним циљевима и постизању и очувању макроекономске стабилности земље. Од банке чији је основни циљ био обављање послова за рачун државе и самим тим велики утицај исте на њен рад, централна банка је еволуирала у институцију за чије је адекватно обављање посла од пресудне важности независност од свих државних и политичких органа. Временом се искристалисала потреба за постојањем управо такве институције, која неће тежити остварењу било чијих приватних интереса, већ пре свега интереса земље. Савремене

⁵ Selgin A. G. (2010) The Futility of Central Banking, *Cato Journal*, 30 (3) p. 466.

централне банке, са више или мање успеха, успевају да остваре своје зацртане циљеве. Током времена, организациона форма и функције које су у њеној надлежности су подложне променама, што указује да имају неопходну флексибилност, како би на што бољи начин одговориле својим захтевима. У наставку рада ће организациона структура, циљеви, инструменти и њихова комбинација уобличена кроз различите стратегије развоја, бити детаљније представљени.

2. Прелазни модели организовања монетарне политике

Функција очувања макроекономске стабилности једне земље не мора бити поверена искључиво централној банци. Наиме, историја је показала да многе централне банке, било услед недовољне прилагођености и неадекватне комбинације инструмената монетарне политике, неконзистентности у њеној примени или пак недовољно оствареној стварној независности, нису биле успешне у обављању својих задатака. Жртвовање остварења једног циља на уштрб осталих који су привреду довели до стагнације или рецесије је био довољан разлог за многе земље да се преиспитају оправданост постојања независне монетарне институције. Тако су поједине земље решење пронашле у другачијем обликовању монетарне власти, са становишта функција, организације и задужења. Централна банка је формирана у готово свим земљама које имају монетарну сувереност, али постоје и изузеци. У Луксембургу је још 1983. године формиран Монетарни институт, док неке земље имају тзв. централне банке у прелазном облику, које обављају само неке од функција (Сејшели, Малдиви).

Када се земља суочава са негативним трендом привредног развоја, високим стопама инфлације, високом стопом незапослености, ниском стопом раста бруто друштвеног производа (БДП) по глави становника, једно од решења које се намеће као оптимално јесте формирање валутног одбора који ће функционисати као пандан централној банци. Наиме, према класификацији Међународног монетарног фонда⁶, валутни одбор је један од режима девизног курса који земљама стоји на располагању, поред девизног режима без домаће валуте у оптицају, других конвенционално фиксираних девизних курсева, фиксних девизних курсева унутар дозвољених граница флукуације, пузајућег девизног курса, пузајућег девизног курса са границама дозвољеног одступања, управљано флукуирајућег девизног курса без претходно утврђеног правца кретања и слободно флукуирајућег девизног курса. Оваква подела режима девизних курсева је имала за циљ да укаже на могућност употребе различитих режима унутар сличних оквира монетарних политика земаља. Избор адекватног режима зависи од великог броја фактора – нивоа развијености земље, степена отворености економије, нивоа инфлације у земљи, стања у спољно-трговинском билансу земље, кредибилитета монетарних власти.

Валутни одбор функционише као златни стандард, само што уместо злата које служи за 100% покривеност новца у оптицају, девизне резерве одређују количину примарног

⁶ Ghosh A. and Ostry J. (2009) Choosing an Exchange Rate Regime, Finance & Development, 46 (4) pp. 38-40.

новца.⁷ Валутни одбор је монетарно-девизна институција која врши аутоматску емисију и повлачење домаћег новца у оноликом обиму колико постоји прилив или одлив девиза резервне валуте (неке земље су као резерве користеле злато или сребро, па је тако монетарни одбор Новог Зеланда (1850-1856) је као резерве држао златни и сребрни новац, а монетарни одбор Кувајта (1961-1969) златне полуге) уз пуну конвертибилност и фиксан девизни курс.

Идеја формирања валутног одбора је настала међу теоретичарима тзв. монетарне школе у првој половини 19-ог века, у Великој Британији тј. њеним колонијама. Прва реализација ове идеје је настала 1846. године у британској колонији Маурицијус, што је давало подстрека колонијама за увођење валутног одбора, пружајући им на овај начин привидну самосталност, а са друге стране је целокупна монетарна политика опет била и те како централизована и вођена из Лондона, јер је целокупан износ домаћег новца био чврсто везан за британску фунту. Од 60-их година 20-ог века па све до рушења и распада социјалистичких земаља њихов број се стално смањивао, да би поновну актуелизацију доживео крајем 20-ог века. До сада су валутни одбори били у главном увођени у колонијама, а као подесним се сматрају и сложене државе са више етничких заједница. У литератури се наводи да је уобичајена његова примена у мањим, мање развијеним, отвореним земљама, које имају висок ниво компатибилности цена и привредних циклуса са земљом резервне валуте (Антигва и Барбуда, Брунеј Дарусалам, Естонија, Литванија, Босна и Херцеговина) а примери Хонг Конга и Аргентине показују да може бити успешно примењен и у великим економијама.⁸ Три веома битне перформансе које овај концепт обезбеђује су конвертибилност, ниску инфлацију и кредибилитет економске политике. Имајући то у виду, валутни одбор се обично примењује у земљама које имају проблеме са високом стопом инфлације, нестабилним девизним курсем, неконвертибилношћу националне валуте и ниском кредибилношћу монетарне политике. Ghoch, Gulde i Wolf⁹ такође потврђују да је просечна стопа инфлације у земљама које примењују режим валутног одбора знатно нижа него у земљама које примењују флексибилан девизни курс, као и да је стопа раста у њима већа. Сви ови проблеми који могу настати су међусобно условљени. Уколико монетарна политика, тј. носиоци монетарне власти у једној земљи не успеју да остваре основне циљеве монетарне политике, где се стабилност цена у већини земаља истиче као примарни циљ, то нужно води до губитка поверења у монетарну власт, нестабилност домаће валуте, са свим негативним последицама на целокупан економски развој. Управо је оваква ситуација одсликавала стање у ратом уништеној економији Босне и Херцеговине, што је био разлог за увођење валутног одбора 1997. године.

Основне карактеристике валутног одбора су аутоматизам и одсуство дискреционе монетарне политике, као и конвертибилност уз фиксни девизни курс. Ове карактеристике истовремено представљају и главне предности, али и недостатке

⁷ Enoch C. and Gulde A. (1998) Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems, Finance Development, IMF, 35 (4) p. 1.

⁸ Institute for International Economics, http://www.piie.com/publications/chapters_preview/342/5iie3365.pdf.

⁹ Goldstein M. (2002) Managed Floating Plus, Institute for International Economics, Washington, p. 22.

валутног одбора. Наиме, систем валутног одбора, обзиром да функционише по правилима пасивне монетарне политике, не располаже дискреционим правом да утиче на понуду новца и функционише преко инструмента аутоматског стабилизатора – каматне стопе. Тако, уколико долази до повлачења страног капитала, по аутоматизму долази до смањења понуде домаћег новца. Мања количина новца у оптицају доводи до повећања тражње за њим, а већа тражња условљава раст цене капитала, тј. каматне стопе, што такву земљу чини поново привлачном за стране улагаче. Његова главна предност је спречавање употребе релаксираних финансијских ограничења. Али са становишта главних макроекономских варијабли, попут висине спољног дуга или стопе незапослености, ово се може сматрати и његовим недостатком. Две важне функције које су у надлежности централне банке али не и валутног одбора, су емисиона и функција последњег уточишта. Необављање прве функције подразумева губитак од емисије новца, а необављање друге, немогућност пружања помоћи банкарском сектору у кризним периодима да преброди кризу неликвидности. Ово се поготово негативно одражава на мале, неразвијене економије, код којих не постоје развијена финансијска тржишта или су тек у развоју, а недовољно развијено секундарно тржиште онемогућава акумулацију капитала трговином хартијама од вредности, што онда намеће примену неатрактивних мера – позајмљивање од финансијских институција чиме се утиче на повећање дуга, а уколико оно није праћено повећаним обимом производње, ствара вишкове радне снаге што условљава појаву и знатно већих социјалних проблема. Када се одлучи за увођење валутног одбора, држава губи монетарни суверенитет и тада централна банка земље резервне валуте одређује износ резерви на целокупном валутном подручју, што укључује и земље са валутним одбором. Захваљујући утврђеним ригидним правилима и елиминисању дискреционе политике, искључује се могућност притисака владе на централну банку да кредитима покрива буџетски дефицит. Међутим, посматрано из другог угла, одсуство активне монетарне политике онемогућава њено коришћење онда када је то неопходно, када се изненадни унутрашњи и спољашњи токови не могу кориговати и ускладити аутоматским тржишним формирањем количине новца, нити користити знатно суптилнији инструменти – операције на отвореном тржишту или стопа обавезне резерве. Тада се усклађивања могу остварити преко других, мање популарних мера, односно кориговањем цена, висине зарада, нивоа запослености што додатно ствара не само економске него и социјалне проблеме. Конвертибилност уз фиксни девизни курс је загарантована самом концепцијом валутног одбора (100% покриће домаћег новца у обиму у коме постоји еквивалентан прилив или одлив девиза резервне валуте). То значи да је економска политика подређена одржавању фиксног девизног курса. Дискутабилна је важност овог циља и његов императив у односу на остале циљеве економске политике. И у систему валутног одбора се може јавити потреба за променом утврђеног девизног курса, који реално може да апресира. Прецењен девизни курс са собом доноси незанемарљиве спољно-трговинске проблеме, доводи до смањења конкурентности привреде која се управо због лошег стања у коме се нашао и одлучила на увођење валутног одбора. У режиму валутног одбора девизне резерве служе за

одбрану фиксног девизног курса и конвертибилности домаћег новца, које би се у условима функционисања централне банке могле инвестирати у домаћу привреду и подстаћи привредну активност. Међутим, фиксан девизни курс и конвертибилност домаће валуте нису једини нити најважнији разлози који страни инвеститори узимају у обзир приликом одабира земље у коју желе да уложе расположива средства. Један од аргумената за увођење валутног одбора је подстицање здравог банкарства и присуство страних банака на домаћем тржишту. Губитком функције последњег уточишта, онемогућена је прилика пословним банкама да прибаве средстава из тог извора и већина таквих банака бива ликвидирана или преузета од стране јачих, углавном страних банака. Међутим, такав банкарски систем у коме већину чине стране банке подразумева да ће те банке из земље у којој послују извући акумулацију и штедњу, али без гаранције да ће та средства бити бар делимично у њу и инвестирана.

Недостатак активне монетарне политике и немогућност финансирања буџета одобравањем кредита или куповином државних хартија од вредности, у режиму валутног одбора преусмерава пласирање тих резерви у куповину иностранних хартија од вредности (међу њима и државних обвезница) које гласе на резервну валуту. Шта заправо ово подразумева? Подразумева да девизне резерве не могу бити искоришћене за кредитирање сопствене државе, али се итекако користе за финансирање других, по правилу снажнијих и развијенијих земаља које не беже од вођења активне макроекономске политике.

Историјски посматрано, до увођења валутног одбора долазило је у афричким, азијским и америчким колонијама, при чему су неке од њих убрзо по стицању независности, напуштале овај систем и формирале самосталне централне банке. Оправдане су сумње у валутни одбор имајући у виду да га земље са развијеном тржишном привредом, као ни успешније земље које су пролазиле кроз процес транзиције (Словенија, Чешка, Мађарска) нису примениле. У основи, прихватање оваквог модела организовања монетарне политике је одраз признавања немогућности њеног самосталног вођења, што је у појединим ситуацијама много боље решење, него наставак неадекватног коришћења инструмената монетарне политике који самосталној централној банци стоје на располагању и увођење земље у још већу кризу.

3. Портфељ циљева централне банке

На одабир и дефинисање циљева централне банке и давање приоритета једном од њих утиче целокупно окружење унутар кога се спроводи монетарна политика. У већини земаља се као примарни циљ централне банке наводи стабилност цена, при чему се сви остали циљеви (финансијска стабилност, запосленост, економски раст) наводе као секундарни, до чије реализације долази уколико не угрожавају остварење примарног циља. Циљеви могу бити квалитативно (финансијска стабилност) и квантитативно

(промена неког индекса, повезаног са кретањем цена) дефинисани. Без обзира да ли су изражени квантитативно или квалитативно, циљеви треба да буду јасно дефинисани, транспарентни и укључени у закон о централној банци. У зависности од примене режима девизног курса, зависи и одабир циљева и механизма који монетарним властима стоје на располагању за решавање макроекономских проблема, односно за решавање проблема остварења симултане унутрашње и спољашње равнотеже.

Све до Првог светског рата међународни монетарни систем је почивао на златном стандарду. Он је подразумевао пуну конвертибилност националних валута у злато и почивао је на аутоматском механизму уравнотежења платног биланса. Какве је последице то имало за носиоце монетарне власти у земљи? То је спречавало употребу било каквих економских мера којима би се обезбедила равнотежа у платном билансу. Земље које су учествовале у систему златног стандарда су биле у обавези да у случају дефицита у платном билансу извозе злато у земљу која има суфицит у платном билансу и тада би дошло до покретања аутоматског механизма прилагођавања у обема земљама (детаљнија анализа златног стандарда и осталих међународних монетарних система је приказана касније у раду). Непосредно после Другог светског рата, монетарна политика развијених земаља се базирала на бретонвудском међународном монетарном систему. Наиме, све земље чланице Међународног монетарног фонда су биле у обавези да одреде фиксне девизне курсеве својих валута или према америчком долару или према злату. Флукуација девизног курса је била дозвољена у границама од ± 1 , а само у случају већих платно-билансних проблема је могло доћи до девалвације националне валуте, уз обавезне консултације са ММФ-ом. Почетком седамдесетих година, САД укидају конвертибилност долара и након извршене две девалвације долара долази до напуштања бретонвудског система а већина земаља прелази на флексибилне девизне курсеве. Сматрало се да тако обликована монетарна политика није ефикасна и да њен примарни циљ треба да буде подршка националној економији, тако да је већина централних банака функционисала под неком врстом формалног или неформалног ауторитета фискалне политике. Међутим, почетком осамдесетих година јача свест о важности монетарне политике и чак њеног примата у односу на фискалну политику у решавању нагомиланих проблема националних економија. Тада долази до наглог јачања улоге централне банке и пораста степена њене независности, а будући да се већина земаља суочавала са проблемима инфлације или хиперинфлације (што због штампања превелике количине новца без реалних резерви за финансирање потреба рата, што због покушаја обнове ратом разорених економија) па се као главни циљ, у портфељу циљева (привредни раст, смањење незапослености, макроекономска стабилност) истиче стабилност цена. У следећој табели је приказана условљеност примарног циља централних банака стањем у земљи и њеном окружењу.

Табела 1: Преглед циљева оснивања и тренутног примарног циља одабраних централних банака

Година оснивања	Земља (назив централне банке у тренутку оснивања)	Циљ оснивања	Тренутни примарни циљ
1668	Шведска (Riksbank)	Финансирање рата	Одржање ценовне стабилности и ефикасно функционисање платног промета
1694	Велика Британија (Bank of England)	Финансирање рата	Монетарна стабилност (стабилност цена и поверење у домаћу валуту) финансијска стабилност
1782	Шпанија (Банка Шпаније)	Финансирање рата	Ценовна стабилност (2%)
1800	Француска (Банка Француске)	Финансирање рата, управљање јавним дугом	Ценовна стабилност (2%)
1811	Финска (Банка Финске)	Монетарна сувереност	Ценовна стабилност (2%)
1814	Холандија (Банка Холандије)	Подстицање економског раста	Ценовна стабилност (2%)
1816	Аустрија (Национална банка Аустрије)	Управљање јавним дугом ради финансирања рата	Ценовна стабилност (2%)
1816	Норвешка (Банка Норвешке)	Монетарна реформа ради спречавања преношења кризе из Данске	Ценовна стабилност
1818	Данска (Данска национална банка)	Успостављање стабилности након рата	Ценовна стабилност, сигурност функционисања платног промета, финансијска стабилност
1846	Португалија (Банка Португалије)	Повратак кредибилитета монетарног режима	Ценовна стабилност (2%)
1850	Белгија (Белгијска национална банка)	Криза банкарског система	Ценовна стабилност (2%)
1856	Турска (Ottoman Bank)	Посредничка функција у отплати спољних дугова	Ценовна стабилност (5%)
1876	Немачка (Рајхсбанка)	Консолидација емисионе функције	Ценовна стабилност (2%)
1882	Јапан (Банка Јапана)	Модернизација режима	Емисија новца и спровођење валутне и монетарне контроле
1893	Италија (Банка Италије)	Консолидација емисионе функције	Ценовна стабилност (2%)

1907	Швајцарска (Швајцарска национална банка)	Елиминисање конкуренције у емисији новца	Ценовна стабилност (до 2%)
1911	Аустралија (Комонвелтова банка Аустралије)	Креирање емисионе институције	Ценовна стабилност, пуна запосленост и економски просперитет
1913	САД (Систем федералних резерви)	Финансијска и банкарска криза	Максимална запосленост, стабилан ниво цена и умерене дугорочне каматне стопе
1934	Канада (Банка Канаде)	Зајмодавац у последњој инстанци	Регулисање кредита и валуте у најбољем интересу економије и нације, контрола и заштита екстерне вредности националне валуте
1934	Нови Зеланд (Банка резерви Новог Зеланда)	Зајмодавац у последњој инстанци	Ценовна стабилност (2%)
1942	Ирска (Банка Ирске)	Зајмодавац у последњој инстанци	Ценовна стабилност (2%)
1999	ЕУ (Европска централна банка)	Стварање монетарне уније	Ценовна стабилност (2%)

Извор: Модификовано према Carie F., Fischer S., Goodhart C. and Schnadt N. (1994) (eds), *The Future of Central Banking: the Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, p. 4.

Последњих година је покренута велика дебата да ли је дошло време за преиспитивање циљева централне банке, односно давање примата финансијској у односу на ценовну стабилност. Главна дилема која се јавља приликом преиспитивања увођења финансијске стабилности као примарног циља је немогућност обухватања свих аспеката финансијске стабилности од стране централне банке. Чак и оне централне банке са најширим степеном супервизорских права не контролишу тржиште капитала, хеџинг послове, па чак и у веома малом броју случајева контролишу осигуравајуће компаније и пензионе фондове.¹⁰

Глобална финансијска криза је показала да је за функционисање привреде и финансијског система мање штетна инфлација (уколико се задржава у разумним оквирима и уколико не прелази у хиперинфлацију) од финансијске нестабилности. У инфлаторним условима, реални и финансијски систем може функционисати уз мање или веће тешкоће, али у условима финансијске нестабилности долази до потпуног застоја и реалних и финансијских токова. Само санирање финансијске нестабилности тражи много више времена и новца него свођење инфлације на неке разумне оквире.

Међутим, примери централних банака развијених земаља, међу којима и Европске централне банке чијем прикључењу тежи и Србија и земље у окружењу (међу њима и Црна Гора, чија централна банка као примарни циљ наводи очување финансијске стабилности) је постизање и очување ценовне стабилности. Оно што се у овом тренутку може поставити као питање је – у којој од ових двеју земаља које се налазе на заједничком путу европских интеграција, врховна монетарна власт треба да коригује

¹⁰ Жугић Р. и Фабрис Н. (2010) Финансијска стабилност као циљ централних банака, Актуелна питања црногорске економије, Централна банка Црне Горе, стр. 13-30.

свој примарни циљ? Да ли земље које су у претходном периоду, нажалост, имале искуства са инфлацијом, хиперинфлацијом и свим њеним разорним ефектима на функционисање и реалног и финансијског сектора, треба примат да дају остварењу било ког другог циља, а не постизању и очувању ценовне стабилности? Ако су трошкови смањења инфлације мањи од санирања финансијске нестабилности, како то да је Србија тако дуго имала проблема да изађе из стања хиперинфлације? Како се сваки покушај сузбијања инфлације сводио на мултипликовање исте? Истраживање које је спровела Банка Енглеске, на узорку од 94 централне банке, о најважнијим циљевима монетарне политике, показује да се девизни курс, тј. стабилност девизног курса јавља као најважнији циљ (33%) а одмах затим стабилност цена (29%). Финансијска стабилност у одабраном узорку се тек у 7% јавља као главни циљ.¹¹ Европска централна банка (ЕЦБ) као свој основни циљ наводи ценовну стабилност, при чему се сматра да постоји ценовна стабилност уколико је стопа инфлације, мерена хармонизованим индексом потрошачких цена, испод 2% или се креће у веома уским границама око 2%. Као секундарни циљ се наводи подржавање економске политике Европске уније ради остваривања високог нивоа запослености, одрживог и неинфлаторног економског раста, високог нивоа конкурентности и конвергенције економских перформанси.¹² Систем федералних резерви (ФЕД)¹³ као примарни циљ наводи максималну могућу запосленост, стабилан ниво цена и умерене дугорочне каматне стопе. За разлику од ЕЦБ која нумерички дефинише циљну стопу инфлације од 2%, ФЕД никада није имао овако прецизно и нумерички изражено дефинисану циљну стопу инфлације. Банка Енглеске¹⁴ дефинише одржавање ценовне стабилности и подршку економској политици као свој примарни циљ, укључујући и циљеве економског раста и запослености као секундарне. Банка Енглеске је прихватила таргетирање инфлације као режим монетарне политике, па се као циљна стопа инфлације такође наводи нумеричка вредност од 2%. Банка Новог Зеланда¹⁵ дефинише остварење ценовне стабилности и њено одржавање у оквиру планираних граница као главни циљ формулисања и спровођења монетарне политике. Средином 20-ог века, када је примена државне регулативе имала значајно место у економији, примарни циљ монетарне политике је био обезбеђење економског раста, смањења незапослености и одржавање ценовне стабилности. Административно руковођена монетарна политика је функционисала у условима фиксног девизног курса (1949-1967) и непостојања финансијских тржишта у развијеном, модерном смислу. Резултати које је Банка Новог Зеланда остваривала нису били нарочито успешни због премало инструмената који су јој били на располагању за остваривање тако широко дефинисаног циља монетарне политике. Прелазак на таргетирање инфлације је настао као одговор на искуство из 60-их и 70-их година 20-ог века, јер се и Нови Зеланд, као и велики број других земаља

¹¹ Fry M. (2000) Key Issues in the Choice of Monetary Framework, In Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne (eds): Monetary Policy Frameworks in a Global Context, Routledge, London, p. 1.

¹² Scheller K. H. (2006) The European Central Bank History, Role and Function, European Central Bank, Frankfurt, p. 45.

¹³ Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm>, Accessed 17 April 2012.

¹⁴ Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/default.aspx>, Accessed 17 April 2012.

¹⁵ Reserve Bank of New Zealand (2009) Explaining New Zealand's Monetary Policy, http://www.rbnz.govt.nz/research_and_publications/fact_sheets_and_guides/3064172.pdf, Accessed 11 May 2012.

суочио са проблемима високе инфлације и неспособности дотадашње монетарне политике да тај проблем сузбије. Централна банка Турске¹⁶ као свој примарни циљ дефинише очување ценовне стабилности, с тим што је циљана стопа инфлације постављена на нешто већи ниво од 5%. Не нарушавајући остварење примарног циља, монетарна политика треба да подржи економски раст и Владину политику запошљавања. Под стабилношћу цена се подразумева стопа инфлације довољно ниска да би је економски субјекти могли занемарити приликом доношења инвестиционих одлука, одлука о обиму потрошње или висини штедње. Централна банка Турске је успела да од 2004. године сведе стопу инфлације на једноцифрен број (9,3) и након тога настави тенденцију њеног смањења (изузетак је 2008. година, када је стопа инфлације износила 10,1). Банка Јапана¹⁷ као свој примарни циљ наводи достизање и очување стабилности цена, чиме се доприноси и развоју националне економије. Преласком на режим таргетирања инфлације, циљана стопа инфлације је 2%. Хрватска народна банка¹⁸ има за циљ постизање и одржавање ценовне стабилности, а као секундарни циљ се наводи подршка економској политици Владе. Централна банка Црне Горе¹⁹ је Законом дефинисала основни циљ монетарне политике – очување стабилности финансијског система, укључујући подстицање и одржавање здравог банкарског система и сигурног и ефикасног платног промета у земљи. Поред основног циља, Централна банка има за циљ и постизање и одржавање стабилности цена. Не доводећи у питање остваривање својих циљева, подржава економску политику Владе, делујући у складу са начелима слободног и отвореног тржишта и слободе предузетништва и конкуренције. Централна банка Босне и Херцеговине²⁰ одржава монетарну стабилност у складу са примењеним аранжманом валутног одбора, што значи да издаје домаћу валуту уз пуно покриће у слободним конвертибилним девизним средствима по фиксном курсу 1KM : 0,51129EUR. Дефинише и контролише имплементацију монетарне политике Босне и Херцеговине и управља службеним девизним резервама оствареним издавањем домаће валуте. Циљ Народне банке Србије²¹, дефинисан чланом 3. Закона о Народној баци Србије, је постизање и одржавање стабилности цена. Поред основног циља, Народна банка Србије има за циљ и очување финансијске стабилности. Не доводећи у питање остваривање свог основног циља, подржава економску политику Владе, која подстиче одрживи привредни раст.

Висока стопа запослености се такође јавља као циљ монетарне политике, која је често наведена не као основни, већ додатни циљ коме свака монетарна политика, након остварења примарно дефинисаног циља, тежи. При том се не говори о потпуној запослености, односно о нултој стопи незапослености, будући да у свакој земљи постоји природна стопа незапослености која се креће у интервалу од 4-6%. Висока

¹⁶ Central Bank of the Republic of Turkey, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/>, Accessed 11 May 2012.

¹⁷ Bank of Japan (2013) The "Price Stability Target" under the Framework for the Conduct of Monetary Policy, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122b.pdf, Accessed 12 February 2013.

¹⁸ Хрватска народна банка, <http://www.hnb.hr/o-hnb/ho-hnb.htm>, Accessed 11 May 2012.

¹⁹ Централна банка Црне Горе, http://www.cb-mn.org/index.php?mn1=monetarna_politika&mn2=cilj_monetarne_politike_cbcg, приступљено 11. маја 2012.

²⁰ Централна банка Босне и Херцеговине, <http://www.cbbh.ba/index.php?id=13&lang=sr>, приступљено 11. Маја 2012.

²¹ Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_3/index.html, приступљено 20. маја 2012.

стопа незапослености у земљи ствара бројне проблеме и индикатор је привредне нестабилности и већих структурних проблема. Осим што је висока стопа незапослености препрека за бржи економски раст и развој, она ствара и бројне социјалне проблеме, који доводе и до девијантног понашања. Три основна облика незапослености су фрикциона, структурална и циклична незапосленост, а највећа пажња се посвећује смањењу друга два облика незапослености, обзиром да су оне резултат структурних и коњукурних промена у земљи (редом) па је самим тим задатак државе да помогне својим мерама у ублажавању тих ефеката. Фрикциона незапосленост настаје као резултат напуштања радног места у потрази за бољим решењем или услед наставка процеса образовања, тако да се у овом случају и не очекује активнија улога државе у њеном сузбијању.

Постизање већег економског раста и развоја израженог кроз повећање обима производње, производних капацитета, односно резултата у свим областима националне економије је један од циљева коме се увек тежи, иако није дефинисан као примарни циљ. Остварење овог циља је уско повезано са решавањем проблема незапослености, тако да је остварење једног узрочно-последично повезано са остварењем другог циља. Наиме, повећањем стопе раста производње долази до повећања броја радних места, односно до смањења незапослености, као што у условима високе запослености долази до повећања инвестиција, максималне искорошћености производних капацитета и повећања бруто друштвеног производа, чиме се остварује економски раст. Монетарна политика може бити оријентисана и на остварење циља стабилности каматних стопа, који се јавља као веома битан елемент који одређује висину инвестиција и уложених средстава који су неопходни за развој привреде. Стабилност девизног тржишта се такође може јавити као веома важан циљ у оним земљама које немају довољан ниво акумулације и домаће штедње и које су зависне од иностраног капитала, чиме се превасходно доприноси спољно-трговинској равнотежи.

Од стања у националној привреди, кредибилитета монетарних власти, зависи и одабир циљева као и инструмената за њихово остварење. Већина представљених циљева је међусобно комплементарна, али постоје и они који су конфликтни и између којих се, у складу са хитношћу решавања идентификованог проблема, мора направити избор. О циљевима које су централне банке већине земаља издвојиле као најважније и чијим остварењем се доприноси и остварењу већине других циљева ће у наставку бити детаљније речи.

3.1. Стабилност цена као примарни циљ

Негативно искуство већине земаља са високим стопама инфлације наметнули су монетарним властима већине земаља остварење стабилности цена, односно достизање и одржавање ниске и предвидљиве стопе инфлације, као примарни циљ монетарне политике. Кејнзијанска теорија, будући да је настала и да се развијала у периоду дубоке рецесије и незапослености, сматра да је боље имати благу инфлацију која може да допринесе јачању привредне активности и повећању запослености, него незапосленост и рецесију. Кејнс истиче да, иако инфлација наноси огромну штету

привреди и друштву, је ипак много боља и пожељнија у односу на стање дефлације. Обзиром на велику незапосленост и привредну рецесију као оквир у коме је настала кејнзијанска теорија, Кејнс сликовито објашњава важност покретања привредног раста и развоја коришћењем благе инфлације на следећи начин: „Наводити баук инфлације као могућу последицу политике проширеног улагања капитала данас је исто што и упозоравати пацијента који је из дана у дан све мршавији на опасност од претеране гојазности“.²² Међутим, емпиријски подаци не потврђују хипотезу да монетарна политика може убрзати економски раст и повећати запосленост по цену више инфлације. Емпиријско истраживање Варго-а²³ није потврдило постојање корелације између умерене стопе инфлације и економског раста за период од 1960-1990. године, којим је обухваћено 100 земаља. Чак супротно, преовлађује мишљење да са растом инфлације долази до успоравања економског раста. Имајући ово у виду, Европска централна банка истиче да постоји ценовна стабилност уколико је стопа инфлације, мерена хармонизованим индексом потрошачких цена, испод 2% или близу 2%. Према монетаристима, инфлација је монетарни феномен, тј. последица превелике понуде новца. Meltzer²⁴ истиче да је понуда новца превелика уколико превазилази реалну стопу раста производње, уколико долази до промена у условима монетарне размене, до појаве нових финансијских иновација или као последица других фактора који убрзавају брзину оптицаја новца. Веома слично је и схватање Friedman-а²⁵ који истиче да је инфлација увек и свуда монетарни феномен у том смислу што се она ствара и може да се створи само растом количине новца који је бржи од стопе раста производње. Он игнорише било какве ефекте цена, аутопута или каматних стопа на количину новца, коју третира као аутономну. С једне стране, оправдање за ово се налази у чињеници што понуда новца значајно варира временом. А са друге стране, понуда зависи од каматне стопе, али је тај утицај сматран безначајним за његову анализу, будући да се је понуда новца независна од промена у тражњи.²⁶

Разлози због којих се већина централних банака одлучила да да примат ценовној стабилности у односу на све остале циљеве (економски раст, пуна запосленост или финансијска стабилност) леже у значајним каналима преко којих ценовна стабилност доприноси постизању високог нивоа привредне активности и запослености²⁷:

1. Ценовна стабилност омогућава да се много лакше препознају промене у релативним ценама. Последице, ово омогућава доношење рационалнијих и бољих инвестиционих одлука, како потрошачима, тако и фирмама, што

²² Keynes, J. M. (1987) *Ekonomski eseji*, Matica srpska, Novi Sad, p. 32.

²³ Barro R. (1995) *Inflation and Economic Growth*, NBER, WP 5326, pp. 1-36.

²⁴ Allan H. Meltzer (1988) *Keynes's Monetary Theory, A Different Interpretation*, Cato Journal, Cambridge University Press, New York, p. 492.

²⁵ Friedman M. (1956) *The Quantity Theory of Money-a Restatement*, Studies in the Quantity Theory of Money, University Chicago Press, pp. 129-138.

²⁶ Karl Brunner, Allan H. Meltzer, (1972) *Friedman's Monetary Theory*, Journal of Political Economy Carnegie Mellon University, Research Showcase, 9 (1) pp. 837-853.

²⁷ Влаховић, М. и Церковић С. (2005) *Независност централне банке-примјер земаља Западног Балкана*, Централна банка Црне Горе, Сектор за истраживања и статистику, Радна студија бр. 5, стр. 13.

- доприноси ефикаснијој алокацији расположивих ресурса, чиме се повећава производни потенцијал привреде.
2. Захваљујући стабилним ценама, губи се категорија „премије за инфлаторни ризик“, као компензација за ризик држања средстава по номиналној вредности. На овај начин, елиминишући или смањујући премију за инфлаторни ризик, кроз реалну каматну стопу, монетарна политика може да допринесе ефикаснијој алокацији средстава на тржишту капитала.
 3. У инфлаторним условима долази до нагомилавања реалних добара (некретнине) што није ефикасна инвестициона одлука, и представља задржавање новчаних средстава која би могла бити употребљена за подстицање економског раста. Зато стабилне цене омогућавају појединцима и предузећима мобилисање расположивих средстава и подстицање на продуктивнију употребу, уместо на заштиту од инфлације.
 4. Стабилне цене су предуслов ефикасног пореског система и система социјалне заштите. Уколико порески приходи нису у потпуности индексирани, што је у пракси готово немогуће обезбедити, инфлација доводи до обезвређивања реалних пореских прихода.
 5. Одржавање ценовне стабилности штити од велике и неосноване редистрибуције дохотка, и помаже одржавању социјалне и политичке стабилности.

Одабир ценовне стабилности као примарног циља монетарне политике никако не значи да су централне банке индиферентне у односу на друге циљеве, као што су запосленост и економски раст, али се сматра да се и остварењу ових циљева највише доприноси постизањем и одржавањем макроекономске стабилности. Давање предности неком од ових циљева би могло бити у супротности са остварењем основног – очување стабилности цена, јер би се економски раст могао подстицати на начин који би угрозио стабилност цена – инсистирањем на већој потрошњи у односу на производњу која би изазвала раст цена. Стога се сматра да тек одржавањем стопе инфлације, мерене хармонизованим индексом потрошачких цена, испод 2% се може допринети јачању привреде и остварењу и других циљева. Нулта или негативна стопа инфлације није циљ монетарне политике. Crockett²⁸ истиче да постоје најмање три разлога зашто нулта стопа инфлације није оптимална за развијене земље (велики број економиста и централних банкара у земљама у развоју преферира чак стопу инфлације између 4% и 6%). Први разлог је тај што актуелне статистике прецењују текућу стопу инфлације (постоје велике тешкоће приликом обрачуна индекса цена када је у питању побољшање квалитета производа). Други разлог је однос између инфлације и каматне стопе, што би у условима рецесије довело до пада каматних стопа испод нуле. Трећи разлог је тај што, под претпоставком ценовне стабилности, раст цена једне категорије производа мора водити паду цена друге категорије производа. У условима ригидности и континуираног раста надница, дошло би до опадања нивоа цена, што би последично увело земљу у стање дефлације која такође није пожељно стање.

²⁸ Crockett J. (1999) Rational Expectations, Inflation and Nominal Interest Rate, Rodney L. White Center for Financial Research, WP No. 10-95, pp. 1-20.

3.2. Финансијска стабилност као примарни циљ

Финансијска стабилност је квалитативни циљ који, за разлику од ценовне стабилности, нема опште прихваћену дефиницију. Према мишљењу Gadancz i Jayaram²⁹ финансијска стабилност је постигнута уколико домаћинства и предузећа могу да изврше оптималан избор између потрошње и инвестиција у условима доброг функционисања финансијског система, који посредује између зајмодаваоца и зајмпоримаоца и редистрибуира ризик на задовољавајући начин, уз ефикасну алокацију економских ресурса током времена. Wieser³⁰ дефинише финансијску стабилност као способност финансијског система да апсорбује различите врсте шокова без финансијске кризе која би довела до мултисекторског ширења негативних макроекономских ефеката.

Schinasi³¹ финансијски систем сматра стабилним када год је у стању да олакшава (уместо ограничава или спутава) економске перформансе, и уклања финансијске неравнотеже које изазивају ендогени фактори или су резултат неповољних и неантиципираних догађаја. Неки аутори преферирају дефинисање финансијске нестабилности пре него што настоје да објасне сам појам финансијске стабилности. Тако Mishkin³² наводи да финансијска нестабилност настаје онда када шокови у финансијском систему ометају проток информација, тако да је финансијски систем спречен у обављању свог посла који се састоји у алокацији расположивих средстава у најпрофитабилније инвестиционе могућности. Ferguson³³ има нешто другачији приступ и он сматра да није могуће дефинисати финансијску стабилност, већ се само може дефинисати финансијска нестабилност. Он сматра да финансијску нестабилност карактеришу три фактора:

- Цене неких значајних ХоВ веома одступају од нивоа који би се могао окарактерисати као њихова фер цена,
- Функционисање финансијског тржишта и одобравање кредита је под утицајем бројних тешкоћа,
- Значајно одступање агрегатне тражње од производних могућности земље.³⁴

Allen i Wood³⁵ наводе да добра дефиниција финансијске стабилности треба да садржи следеће елементе. Дефиниција првенствено треба да буде јасно повезана са благостањем, односно финансијска стабилност треба да одражава стање које погодује остварењу благостања друштва, јер у супротном промовисање финансијске стабилности не може бити достојан циљ јавне политике. Затим, финансијска

²⁹ Gadancz B. and Jayaram K. (2005) Measures of financial stability – a review, IFC Bulletin No 31, p. 366.

³⁰ Žugić, R., Fabris, N. (2011) Financial stability as a goal of central banks, Central Bank of Montenegro, Publications Division, p. 17.

³¹ Schinasi J. G. (2004) Defining Financial Stability, WP/04/187, International Monetary Fund, p. 8.

³² Mischin F. (1992) Anatomy of a Financial Crisis, Journal of Evolutionary Economics, No. 2, pp. 115-130.

³³ Ferguson R. (2003) Should financial stability be an explicit central bank objective?, in BIS Papers, Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views, No 18, pp. 7-15.

³⁴ Alawode A. and Al Sadek M. (2008) What is financial stability? Financial Stability Paper Series, No.1, p.7.

³⁵ Allen W. and Wood G. (2005) Defining and Achieving Financial Stability, Cass Business School, City University, Special Paper, No.160, 1 (4) pp. 1-31.

стабилност треба јасно да одражава стање, да би они који су одговорни за постизање и одржавање финансијске стабилности знали да ли су успешно обавили задатак. Треће, финансијска стабилност треба да буде под утицајем или контролом јавности, јер ју је у супротном бесмислено промовисати као циљ јавне политике. Четврто, финансијска стабилност треба да буде у надлежности јасно дефинисаног, значајног политичког субјекта. У већини случајева, ово значи да је финансијска стабилност у надлежности државе. Ипак, постоје случајеви у којима нису сви инструменти монетарне политике сконцентрисани на једном нивоу који би био задужен за одржање финансијске стабилности. На пример, у САД државама поједини инструменти економске политике су у надлежности федералних држава, док су други значајни инструменти, пре свега из области монетарне и фискалне политике, у надлежности савезне државе. Постоји аналогна подела власти и одговорности унутар Европске уније између њених институција и земаља чланица, али је та подела много мање прецизна него она у Америци. Као пето, приликом дефинисања финансијске стабилности треба имати на уму да се финансијски систем не састоји само од финансијских институција чији колапс може изазвати економску штету. Исто важи и за многе друге компаније. Стога је повремена брза званична подршка обезбеђена не само за финансијске институције које имају проблеме, већ и за нефинансијске компаније и суверене државе. Анализа потребе обезбеђења овакве врсте подршке је прилично слична у свим случајевима. Дефиниција финансијске стабилности треба да буде довољно широка да би обухватила све могуће случајеве. И као последње о чему треба водити рачуна приликом дефинисања финансијске стабилности, аутори наводе да дефиниција не треба тако строго захтевна и да стигматизацију готово било какву промену као знак нестабилности. Економски и финансијски систем треба да се развија и мења у складу са економским растом, и настојање да се такве промене спрече у име одржавања финансијске стабилности би било узалудно и штетно. Имајући ово у виду, финансијски стабилна економија је она која не пропада у нестабилност онда када је суочена са неочекиваним шоком, као што је непредвиђени развој технологије или промена укуса потрошача. Карактеристика стабилног финансијског система је да наведене шокове или поремећаје у економији пригуши, а не појачава. Ово је ипак веома тешко остварити у пракси и то пре свега када су у питању велики шокови којима финансијски систем може бити изложен. Под финансијском нестабилношћу, сматрају периоде у којима велики број учесника, било да су у питању домаћинства, предузећа или влада, искусе финансијску кризу која није изазвана њиховим претходним понашањем и при чему та криза има озбиљне негативне макроекономске ефекте. Последично, аутори финансијску стабилност дефинишу као стање у коме је мало вероватно да може доћи до финансијске нестабилности.

Слична је и дефиниција коју даје Европска централна банка³⁶, која финансијску стабилност дефинише као стање у коме је финансијски систем, састављен од финансијских посредника, финансијских тржишта и тржишне инфраструктуре способан да издржи ударе, чиме се смањује вероватноћа поремећаја у процесу

³⁶ European Central Bank (2012) Financial Stability Review, ECB, p. 5.

финансијског посредовања који су довољно јаки да значајно утичу на алокацију штедње у профитабилне инвестиционе могућности. За финансијски систем се може рећи да је стабилан уколико поседује три кључне карактеристике:

- Финансијски систем би требало да буде у стању да ефикасно и несметано омогућава трансфер средстава од штедиша према инвеститорима,
- Финансијски ризици треба да буду процењени тачно и разумно, и њима треба ефикасно управљати,
- Финансијски систем би требао да буде такав да може лако да апсорбује финансијска и реална економска изненађења и шокове.

Ако било која од ових карактеристика, или њихова комбинација, није задовољена или се не одржава, онда је вероватно да се такав финансијски систем креће у правцу све мање стабилности, а у неком тренутку се чак може окарактерисати као нестабилан. Очување финансијске стабилности захтева идентификовање главних извора ризика и слабих тачака, као што су неефикасност у алокацији финансијских средстава од штедиша према инвеститорима, неадекватно одређене цене или лоше управљање финансијским ризицима.

Финансијски систем обухвата неколико међусобно повезаних компоненти: институције (депозитно-кредитне институције, институционалне инвеститоре, инвестиционе банке) инфраструктуру (платни промет, правни систем, рачуноводствени систем) као и тржиште. Уколико у било којој од ових компоненти дође до проблема у функционисању, то може угрозити целокупну финансијску стабилност. Обзиром да већина компонентни није под контролом централне банке, дефинисање финансијске стабилности као примарног циља би био прешироко дефинисан циљ. Условљеност и повезаност финансијске стабилности и монетарне политике је двострана. Финансијска стабилност је неопходан услов да монетарна политика оствари циљеве, а са друге стране монетарна политика доприноси постизању и очувању финансијске стабилности. Централна банка треба да одреди смер монетарне политике у светлу проблема у финансијском систему који могу ослабити функционисање трансмисионог механизма. Појава финансијских криза је поново вратила у центар анализе финансијску стабилност, јер су се мере и инструменти монетарне политике показали неефикасним када та стабилност није остварена. Финансијска нестабилност која узрокује поремећаје на финансијским тржиштима, изазива и поремећаје у функционисању банкарског сектора, који услед ослабљене кредитне способности и смањених кредита домаћинствима, може резултирати смањењем агрегатне тражње, чиме се додатно врши притисак на већ ослабљена финансијска тржишта. Одржање финансијске стабилности је веома важан циљ коме свака економија треба да тежи, али приликом одабира примарног циља монетарне политике треба водити рачуна да је прецизно дефинисан (у виду неког нумеричког таргета) и остварив, да би се могла мерити успешност његовог спровођења.

4. Правни, власнички статус и организациона структура централних банака

Већина централних банака је примарно била основана као приватна институција (до 1936. већина банака је била приватна, осим Шведске, Русије, Финске и Бугарске, које су биле у државном власништву). Након велике економске кризе већина централних банака је национализована (Данска, Канада, Нови Зеланд, Боливија, Гватемала) да би национализација посебно добила на значају након 1945. године (Енглеска, Француска, Немачка, Холандија, Чехословачка, Југославија, Мађарска, Румунија). Данас се највећи број централних банака јавља у форми јавне институције, а одређени број и у форми корпоративних институција и компанија (углавном као акционарска друштва). Према подацима Банке за међународна поравнања³⁷ (Bank for International Settlements-BIS) држава је искључиви власник у 77% централних банака, а већински власник у 11% централних банака. Свега 4% централних банака се налази у већинском приватном власништву, али се и тада она третира као део државног апарата, јер акционари немају готово никакву могућност утицаја на рад централне банке и спровођење монетарне политике, већ имају само право на дивиденду која је углавном фиксирана (Банка Енглеске је у периоду од 1922-1946. плаћала фиксну дивиденду од 12%, а 1946. године је национализована). У следећој табели је приказан правни статус и власничка структура централних банака одабраних земаља.

Табела 2: Правни статус и власничка структура одабраних централних банака

Земља	Правни статус	Власничка структура
Европска централна банка	Већина националних банака су јавне институције (Белгија, Грчка и Италија су делимично или у потпуности приватне институције)	Националне банке земаља чланица Европске уније, у складу са величином популације и БДП
САД	Јавна институција (у Систему федералних резерви, Одбор гувернера је јавна институција која се налази у државном власништву)	Федералне резервне банке су приватне институције, чије се акције налазе у поседу комерцијалних банака
Нови Зеланд	Корпоративна институција	Државно власништво
Велика Британија	Јавна институција	Државно власништво
Турска	Акционарско друштво	Најмање 51% је у државном власништву, остатком располажу домаћа правна лица
Швајцарска	Акционарско друштво	Власници могу бити кантони, правна и физичка лица регистрована у Швајцарској. Федерална влада не поседује акције, акцијама се тргује на берзи
Хрватска	Јавна институција	Државно власништво
Србија	Јавна институција	Државно власништво

³⁷ Meade E. (2008) Political framework and legal status, Issues in the Governance of Central Banks, BIS, pp. 57-75.

Црна Гора	Јавна институција	Државно власништво
Босна и Херцеговина	Јавна институција	Државно власништво
Јужна Африка	Акционарско друштво	Преко 600 стејколдера (компаније, институције и приватни грађани)

Извор: Веб сајтови централних банака

Организациона структура централних банака зависи од административног устројства земље, од степена развијености и структуре економског система, као и од политичких фактора у држави. Варира од јединствене централне банке, каква је Банка Енглеске, Јапана, Турске, Србије, што означава да су функције врховне монетарне власти концентрисане у једном правном субјекту, при чему је основно правило организовања централне банке према овом моделу „једна држава-једна централна банка“, преко концепта сложеног система централних банака, где се као најбољи пример може узети Систем федералних резерви у Америци. Овај модел организовања централне банке претпоставља постојање не једне, већ више банака које функционишу по јасно утврђеним хијерархијским правилима. Последњи модел организовања централне банке је концепт супранационалне централне банке, по коме је организована Европска централна банка. Овакав модел организовања централне монетарне институције захтева постојање монетарне уније, у оквиру које се државе чланице одричу свог монетарног суверенитета, врше усклађивање монетарно-кредитне и девизне политике, формирају заједничке девизне резерве, а надлежности у области формулисања и спровођења монетарне политике се преносе на нову, заједничку, јединствену централну банку. Поред ова три основна модела организовања централне банке, постоје и неки прелазни облици – у форми државне установе (агенције) која обавља поједине функције (Луксембург, Саудијска Арабија, Бахреин, Макао). Неке земље су емисиону функцију повериле лиценцираним пословним банкама (Хонг Конг). Такође, једном одабран организациони модел не значи да, уколико се измене околности у којима централна банка функционише, не може бити модификован или замењен. Тако је Немачка, 1948. године имала јединствену централну банку, да би у периоду до 1957. године имала систем централних банака, а потом поново јединствену централну банку која је добила назив Бундесбанка. Сада је Немачка чланица Европске монетарне уније. Народна банка Југославије је формирана 1929. године као јединствена централна банка, да би уставним променама из 1972. године била трансформисана у систем федералних централних банака, који се показао као неефикасно решење, па је 1992. године након формирања Савезне Републике Југославије, формирана Народна банка Југославије као јединствена монетарна власт на територији Југославије. Формирањем државне заједнице Србије и Црне Горе 2003. године, дошло је до преноса надлежности и функција на Народну банку Србије. Међутим током 90-их година забележена је, у историји јединствена организација централне банке, јер Народна банка Југославије није спроводила јединствену монетарну политику на целој територији, иако је начелно била задужена за организовање и спровођење исте. Наиме, Црна Гора је самостално одлучила да 1999. године уведе двовалутни систем у коме су функционисали немачка марка и динар, да би од 2002. године увела евро као званичну и једину валуту. Јула 2003. године донет је Закон о Народној банци Србије, као централној банци Републике Србије за чије обавезе јемчи Република Србија.

Све разлике у правном и власничком статусу централних банака ипак не утичу на њихове перформансе и реализацију циљева и одабраних стратегија, али доприносе могућности остварења нивоа независности централне банке.³⁸ Без обзира да ли се налазе у јавном или приватном власништву и без обзира на начин организације, њихово функционисање мора бити усмерено на задовољење јавних интереса. И даље остаје отворено питање критеријума за избор оптималног решења организације централне банке, при чему се увек мора имати на уму да оптимално решење за једну земљу никако не значи да се његова примена у некој другој земљи такође може сматрати оптималним решењем.

5. Управљање централном банком

Управљање централном банком се знатно разликује од управљања у другим институцијама. Наиме, незадовољство радом централне банке акционари (уколико се она налази у приватном власништву) не могу изразити сменом гувернера и менаџмента банке, јер би то било у супротности са принципом независности централне банке. Као што је већ речено, акционари имају праву на дивиденду али немају утицај на формулисање и имплементацију монетарне политике.

Постоје две димензије управљања централном банком: спољашња и унутрашња. Спољашња димензија се односи на начин успостављања везе између државе и централне банке – да ли централна банка за свој рад одговара парламенту, влади или надлежном министарству, док се унутрашња димензија односи на начин функционисања и управљања самом институцијом и њеним пословима. У зависности од организационог модела, разликују се и органи који су надлежни за њено функционисање.

Истраживање које је спровео Moser-Boehm³⁹ на узорку од 24 банке (укључене су и развијене земље и земље у развоју) о примарној сврси високо значајних састанака представника централних банака и владе, показује да је на првом месту извештавање о главним развојним достигнућима (77%, 63% редом) затим о планираним активностима и иницијативама (72%, 60% редом) кризи управљања (31%, 47% редом). На четвртном месту се налази питање монетарне политике (30%, 54% редом) затим фискалне политике (41%, 39% редом) а питање координације монетарне политике и фискалне политике је заступљено само у земљама у развоју (47%).

Начин организације и управљања централном банком је уско повезан са нивоом њихове институционалне и стварне независности. Комуникација и координација активности влада и управљачких структура централних банака се разликује међу земљама. Наиме у Канади закон захтева редовне консултације између министра финансија и гувернера. Уколико проблем који је настао не може бити решен у току тих

³⁸ Hasan I. and Mester L. (2008) Central Bank Institutional Structure and Effective Central Banking: Cross – Country Empirical Evidence, Federal Reserve Bank of Philadelphia, WP No. 08, pp. 1-33.

³⁹ Moser-Boehm P. (2006) The relationship between the central bank and the government, BIS, pp. 44-63.

консултација, министар може да изда директиву о монетарној политици, али само на основу даљих консултација са гувернером и уз одобрење премијера. Директива мора да садржи конкретне инструкције и важи само у одређеном временском периоду, коју парламентар мора објавити у року од 15 дана. У Кореји, министар финансија може захтевати од монетарног одбора да преиспита одлуку за коју верује да је у супротности са економском политиком владе. Тај захтев мора бити јавно публикован. Ако монетарни одбор у одговору потврди своју раније донету одлуку (најмање 5 чланова мора бити сагласно са њом), председник Кореје мора да донесе коначну одлуку. На Новом Зеланду функционише нешто детаљнији приступ. Премијер може да изда директиву централној банци на предлог Савета министра финансија. Директива је на снази 12 месеци најдуже. Мора бити објављена и изнета у Парламенту, а гувернер и министар финансија морају преговарати о новим циљевима у складу са директивом у току 30 дана. Нешто другачији механизам се користи у Јапану, где министар финансија и министар за економију и фискалну политику могу поднети предлог Одбору који се односи на питање монетарне контроле, или могу захтевати да Одбор одложи гласање о питањима монетарне контроле до наредног састанка.⁴⁰

У многим земљама, Статутом централне банке су прецизирани органи управљања и њихове одговорности. Одлуке које централне банке морају донети и органи у чијој надлежности се доношење тих одлука налази, могу се сврстати у три категорије:

- Формулација и имплементација монетарне политике, која је у надлежности Монетарног одбора (policy board),
- Управљање и администрација које су у надлежности Управљачког одбора и
- Надзор над радом и перформансама централне банке (Супервизорски савет).⁴¹

Имајући у виду да централне банке имају више од једне главне одговорности, као на пример питање домаћег платног система и супервизије банкарског система, може постојати више од једног одбора задуженог за креирање монетарне политике. Управо ове разлике чине немогућом унификацију органа управљања у свим централним банкама, али се органи управљања могу поделити на управљачке и извршне органе. У случају јединствене централне банке, као органи се могу јавити Савет и Председник савета (пример такве организације је Централна банка Црне Горе), Извршни одбор, Гувернер и Савет гувернера (управљачка структура Народне банке Србије). У случају система централних банака као органи управљања се могу јавити Одбор гувернера, Гувернер и Комитет (Federal Open Market Committee) у Систему федералних резерви, или Управни савет, Извршни одбор и Председник који се као органи управљања јављају у Европској централној банци. Као највиши орган управљања код већине централних банака се јавља Савет за монетарну политику (или Савет централне банке, Управни савет, Одбор гувернера, Савет гувернера). Основне функције монетарних савета су управљање монетарном политиком, руковођење централном банком и

⁴⁰ Moser-Boehm P. (2009) Relations with government, Issues in the Governance of Central Banks, BIS, pp. 91-102.

⁴¹ Archer D. (2009) Decision-making structures, Issues in the Governance of Central Banks, BIS, pp. 77-90.

евалуација рада менаџмента и остварених резултата централне банке. У пракси постоје различити облици монетарних савета који врше све (какав је случај са централним банкама у Шведској, Швајцарској, Чилеу) или само неке од функција из надлежности централних банака (што је случај са централним банкама у САД-у, Великој Британији, Јужној Африци у којима монетарни савет има само улогу вођења монетарне политике). Број чланова варира, али се најчешће састоји од одређеног броја запослених у централној банци и једног броја екстерних лица. Разлог због кога је доношење одлука које су у надлежности Савета поверене већем броју људи је тај што се сматра да се на тај начин, путем дискусија, аргументовања предложених решења од стране већег броја експерата, смањује могућност доношења погрешне одлуке. Међутим, процес колективног одлучивања у себи крије и извесне недостатке самим тим што представља сукоб различитих и врло често опречних мишљења о најважнијим питањима монетарне политике, па је решење резултат компромиса, што не мора да представља оптимално решење. Иако сваки члан има по један глас, пракса је показала значај улоге председника Савета у доношењу одлука (Blinder⁴² истиче да је глас Greenspana док је био члан Федералног комитета отвореног тржишта FOMC-а (Federal Open Market Committee) био више од један и да он никада није био на страни која је била прегласана). Седницама Савета за монетарну политику могу присуствовати и појединци који нису чланови, и који немају право гласа. Обично су у питању значајни службеници банке или представници владе. На ефекте одлука донетих од стране Савета велики утицај има кредибилитет његових чланова. У највећем броју централних банака гувернер (председник) председава Саветом, мада постоје и земље у којима гувернер уопште није члан Савета, као што је случај у Србији.

Орган који је задужен за спровођење и имплементацију монетарне политике је Извршни одбор, чије функције варирају у зависности од организације централне банке и који је одговоран за функционисање и обављање текућих послова централне банке. Састав и број чланова извршног одбора значајно варира, обично укључује и чланове Савета, а њиме може председавати гувернер (као у случају Србије). Извршни одбор се може сматрати и најзначајнијим органом управљања централном банком, јер је одговоран за успешну имплементацију дефинисане монетарне политике. Добро формулисана политика је неопходан предуслов и база њеној имплементацији, али без успешне имплементације дефинисана монетарна политика ће остати најбоља комбинација мера и инструмената, на папиру. Извршни одбор у имплементацији монетарне политике мора показати и одлучност али и флексибилност, односно неопходно прилагођавање економским условима у земљи.

Као инокосни орган управљања централном банком се јавља Гувернер или Председник или Директор. Гувернер је надлежан и одговоран за остваривање циљева централне банке и спровођење одлука органа централне банке. Истраживање Банке за међународна поравњања⁴³ у највећем броју случајева гувернера бира председник државе (у преко две трећине земаља) затим влада (око 15%) парламент или неко друго

⁴² Blinder A. (1998) *Central Banking in Theory and Practise*, The MIT Press Cambridge, London, p. 14.

⁴³ Meade E. (2008) *Political framework and legal status*, *Issues in the Governance of Central Banks*, BIS, p. 70.

законодавно тело (око 7%). У његов избор је, у највећем броју случајева, укључено више институција чиме се повећава степен независности централне банке. Дужина мандата гувернера се разликује међу земљама и креће се од 4-8 година, углавном уз могућност реизбора. Гувернер руководи пословањем централне банке и организује њен рад, доноси прописе, опште и појединачне акте из надлежности централне банке који нису стављени у надлежност неког другог органа управљања, предлаже прописе, опште и појединачне акте које доносе остали органи управљања, а у његовој надлежности се налази и унутрашња организација рада централне банке и систематизација радних места. Гувернер представља централну банку у односу према трећим лицима и кредибилитет централне банке у многоме зависи од кредибилитета и ауторитета њеног гувернера.

Различита организациона и управљачка структура међу централним банакама земаља различитог административног устројства и степена економске развијености, није препрека остварењу постављених циљева. Битна је јасна подела надлежности и координација међу управљачким органима како би се могло очекивати њихово остварење. Осима тога, неопходно је обезбедити независност свих органа управљања од утицаја било које друге организације или појединца, јер у супротном није могуће формулисање и имплементација монетарне политике која је оптимална са становишта друштвених циљева и која није оптерећена појединачним интересима.

6. Независност централне банке – основни облици и мерење степена независности

Да би централна банка или друга институција која је задужена за монетарну политику земље, могла несметано да обавља све функције које су јој поверено, нужно је обезбедити њену независност. Постоји неколико дефиниција независности централне банке, али све оне инкорпорирају слободу централне банке да самостално дефинише своје циљеве и инструменте, без утицаја владе или било које друге институције (државне или приватне) или појединца. Већина аутора сматра да се за постизање и очување независности централних банака мора обезбедити њиховим управљачким структурама мандат који је дужи од мандата владе, обзиром на то да политичари дају примат остварењу краткорочних циљева а креатори монетарне политике морају креирати амбијент за остварење дугорочних дефинисаних циљева. И отуда се јавља потреба за независношћу централне банке, услед неопходности разграничења оних који имају моћ креирања и оних који имају моћ располагања новцем. Неки аутори праве разлику између независности циља и независности инструмената⁴⁴ с тим што под независношћу циља подразумевају слободу одабира примарних и секундарних циљева монетарне политике или бар одабир таргетних величина за дате циљеве. Независност инструмената подразумева слободу одабира начина (инструмената) за постизање дефинисаних циљева. Постоји ситуација када је централна банка независна по питању

⁴⁴ DeBelle G. & Fischer S. (1994) How independent should a central bank be, Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston, Vol 38, pp. 195-225.

одабира инструмената за реализацију циља у чијем формулисању није примарно учествовала (таргетирана стопа инфлације наметнута од стране владе у Великој Британији, Канади, Новом Зеланду). Grilli et al.⁴⁵ разликују политичку и економску независност. Политичка независност подразумева да гувернера а ни чланове највишег извршног органа не именује влада, да је именован на период дужи од 5 година (од мандата владе), да није потребно одобрење владе за вођење монетарне политике, стабилност цена као законски или статутарно дефинисан примарни циљ, законске одредбе које штите позицију централне банке у случају конфликта са владом. Економска независност подразумева да директно кредитирање владе није аутоматско и да буде само привремено, да се приликом кредитирања владе користи тржишна каматна стопа, да централна банка не учествује на примарном тржишту јавног дуга, да самостално одређује дисконтну стопу и да банкарска супервизија није поверена централној банци или није поверена искључиво централној банци. Укупан индекс независности се добија као просек политичке и економске независности (ГМТ индекс независности).

Независност централне банке обухвата четири различита аспекта: институционалну, функционалну, персоналну и финансијску независност. Институционална независност забрањује органима управљања централном банком да примају или траже било инструкције од владе, агенција или појединаца изван ње, као и забрану било каквог утицаја ових тела на рад и функционисање централне банке. Код већине централних банака у развијеним тржишним привредама, законом је прецизиран однос централне банке према извршној власти и парламенту, па је степен институционалне независности тих банака релативно лако утврдити. Ипак, Закон о Банци Енглеске из 1946. године, који је значио њену национализацију, не садржи одредбе којима се прецизира однос према Министарству финансија, нити Парламенту. Функционална независност подразумева самосталност у одабиру циљева и инструмената за њихову реализацију, без утицаја било ког ауторитета изван централне банке. Персонална независност подразумева да изборни период гувернера и највишег органа управљања мора бити дужи од мандата владе (у Данској гувернери имају неограничен мандат и са навршених 70 година одлазе у пензију). У Великој Британији се гувернер и вице гувернери бирају на период од 5 година, у Европској централној банци њихов мандат је 8 година, а у Систему федералних резерви чланови Борда гувернера (њих 7) се бирају на период од 14 година. Ипак, учесталост смене гувернера са једне стране означава смањење степена независности централних банака, али са друге стране њихов поновни избор не мора да значи задовољство оствареним резултатима, него више „спремност на сарадњу“. Финансијска независност подразумева могућност самосталног усвајања буџета, без неопходности његовог одобрења од стране неког другог органа.

Историјски посматрано, на самом почетку функционисања централних банака, о њиховој независности се није могло ни говорити, јер су преваходно формиране као банке државе које су имале задатак било да обезбеде неопходна средства за

⁴⁵ Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G., Malinvaud E. and Pagano M. (1991) Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, *Economic Policy* 6 (13) pp. 341-392.

финансирање рата (независност одабира циља?) било за извлачење земље из кризе и подстицање јавне потрошње и привредног раста. Када су се касније земље сусреле са проблемима инфлације, рецесије, високих стопа незапослености, ниских стопа привредног раста, дошло је до преиспитивања основних циљева функционисања централних банака и начина на који ће остварити те циљеве, а самим тим и степена утицаја државних органа на доношење тих одлука. Goodhart⁴⁶ сматра да су крајем 19-ог и почетком 20-ог века централне банке имале већи степен независности него што имају данас. Наиме, политика слободне трговине (*laissez-faire*) је подразумевала апсолутну слободу (без државне интервенције) у алокацији ресурса која је била под утицајем тржишта. У периоду златног стандарда, који је функционисао као аутоматски самоуравнотежујући систем, била је такође обезбеђена независност централних банака, чији се задатак састојао у обезбеђењу конвертибилности националних валута. Међутим, периоди криза смањују независност централних банака, па тако након Другог светског рата владе земаља постају поново веома активне у вођењу монетарне политике. Основни задатак централних банака у овом периоду је покриће буџетског дефицита, а остварење осталих циљева, попут инфлације, запослености, економског раста, уравнотежења платног биланса је било у другом плану, а непостојање јасне хијерархије међу њима и често мењање приоритета циљева само су додатно отежавали постизање независности централних банака у пракси.

Кризни периоди, осим што су нарушавали очување независности централних банака, јасно су истицали значај њеног постојања да би се криза што брже и ефикасније пребродила. Услед дејства и регионалних али и глобалних фактора, настао је тренд повећања независности централних банака.⁴⁷ Након периода стагфлације, када су се земље суочиле са свим разорним дејствима инфлације и смањења производње, истакнута је улога централне банке у остварењу стабилности цена, а добри резултати земаља које су успеле да одрже ниске стопе инфлације су додатно охрабриле тај став. Са друге стране, процес глобализације, који је подразумевао постепено укидање контроле над новчаним токовима и ширење међународних тржишта капитала је наметнуо још веће функције централним банкама. Све ово је захтевало независну, одговорну, кредибилну монетарну институцију, која улива поверење и домаћим и страним инвеститорима у сигурност њихових пласмана.

Посебан изазов за стварање независних монетарних институција су имале централно-планске привреде, у којима су централно и комерцијално банкарство само били део државне бирократије. Зато је главни задатак процеса транзиције био управо њихово раздвајање а додатни подстрек за то су били кредити које су одобравали Међународни монетарни фонд и Светска банка, али који су били условљени повећањем нивоа независности централне банке. У недостатку средстава, избор је био јасан.

⁴⁶ Goodhart C.A.E. The Changing Role of Central Banks, Financial Markets Group, London School of Economics, <http://www.bis.org/events/conf100624/goodhartpaper.pdf>.

⁴⁷ Cukierman A. (2007) Nezavisnost centralne banke i institucije monetarne politike: prošlost, sadašnjost i budućnost, *Panoeconomicus*, No 4, p. 373.

Емперијско истраживање које су спровели Alesina i Summers⁴⁸ је потврдило да већи степен независности централне банке подразумева ниже стопе инфлације. Али, са друге стране, они нису утврдили везу између независности централне банке и реалног раста БДП. Ипак, остварење и једног и другог циља је резултат дејства многих фактора који могу бити комплементарни, али врло често и конфликтни.

Независност централне банке се може сагледати и са становишта могућности, односно немогућности поништења њених одлука од стране неке друге институције. У Сједињеним америчким државама, одлуку FOMC може поништити Конгрес доношењем закона који мора да буде потписан и од стране председника. Ово се у пракси никада није десило, али може да делује позитивно у смислу спречавања самовоље гувернера. У Великој Британији, у случају оштријих конфликта око вођења монетарне политике, извршна власт (Трезор) има одлучујућу реч.

Тешко је наћи неки систематски, свеобухватни индикатор институционалне независности. Најсвеобухватнију меру су предложили Cukierman, Miller i Neyapti⁴⁹, а њихов индекс обухвата 16 различитих карактеристика које се односе на надлежности централне банке у спровођењу монетарне политике, на процедуре у решавању конфликта између централне банке и владе, законски дефинисан релативни значај ценовне стабилности у оквиру утврђених циљева централне банке, строго ограничене позајмице влади од стране централне банке, процедуре за именовање и разрешење гувернера централне банке итд. На основу два индекса институционалне независности:

- Првог, свеобухватнијег, LVAW индекса, који се рачуна као пондерисани просек за 16 варијабли (свакој од њих се придружује број између 0 и 1, при чему је са 0 означен минимални а са 1 максимални степен независности) и
- Другог, LVES индекса, који представља непондерисану ужу верзију, са четири обухваћене карактеристике,

и у оквиру две групе земаља, развијене и земље у транзицији, утврђено је да је просечан ниво институционалне независности централне банке у земљама у транзицији виши него у развијеним земљама. Тако је просечан LVAW индекс износио 0,52 и 0,36 редом. А разлике су још израженије уколико се посматра просечна вредност другог, LVES индекса, који је у земљама у транзицији износио 0,74, а свега 0,29 у развијеним земљама. Свакако, то не одражава и ниво разлике између стварне независности централних банака ове две групе земаља. Главни разлог лежи у томе да трансформација институционалне у стварну независност зависи од функционисања правне државе, које је знатно израженије у развијеним земљама, које имају дуги демократску и тржишну традицију. Једнострано тумачење условљености ценовне стабилности и степена независности централне банке би представљало веома сужено гледиште. Наиме, велики број истраживања је показао да између инфлације и

⁴⁸ Alesina A. and Summers L. (1993) Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, 25 (2) pp. 151-162.

⁴⁹ Cukierman A., Miller G.P. and Neyapti B. (2000) Central bank reform, liberalization and inflation in transition economies - an international perspective, *Center for Economic Research*, No 2000-106, p. 5.

независности централне банке постоји негативна корелација. Међутим, примери Белгије, Јапана, Марока и Катара у којима постоји низак ниво инфлације, али низак ниво независности централних банака, и са друге стране, Аргентине, Никарагве и Перуа, који имају изузетно високе стопе инфлације, а са друге стране натпросечан ниво институционалне независности својих централних банака, указују колико је комплексан однос и условљеност ових варијабли. Поменути аутори су поред утицаја независности на инфлацију укључили и неке додатне факторе, као што су општи степен либерализације (који обухвата либерализацију домаћих цена, укидање државних монопола у трговини, либерализацију спољнотрговинског режима, укључујући и степен конвертибилности домаће валуте, приватизацију предузећа и реформе у банкарском систему) и ратне сукобе (као вештачку варијаблу) и дошли до закључка да степен независности централне банке има значајног утицаја на кретање инфлације када је кумулативни степен опште либерализације висок, а са друге стране, у случају нижег степена опште либерализације, утицај независности централне банке на ниво инфлације није статистички значајан. Утицај рата и либерализације домаћих цена на инфлацију је увек висок и позитиван.

7. Транспарентност и одговорност централне банке

Транспарентност као појам нема јединствену и једнообразну дефиницију. Према Ehrman i Fratzschern⁵⁰, транспарентност подразумева одуство асиметричних информација између финансијских тржишта и креатора економске политике. Winkler⁵¹ истиче да су јасност, отвореност, поштење и међусобно разумевање кључне компоненте транспарентности. Међународни монетарни фонд⁵² дефинише транспарентност као окружење у коме су правни и институционални циљеви и оквир монетарне политике, одлуке и разлози за њихово доношење, подаци и информације повезане са монетарном и финансијском политиком, презентовани јавности благовремено и на разумљив начин. ММФ је 1999. године усвојио Кодекс добре праксе транспарентности монетарне и финансијске политике. Кодекс је састављен од два дела:

- 1) добре праксе транспарентности монетарне политике централних банака и
- 2) добре праксе транспарентности финансијске политике финансијских агенција.⁵³

Део који се односи на транспарентност монетарне политике централних банака садржи четири целине:

I Јасноћа, одговорност и циљеви централне банке:

⁵⁰ Ehrmann M. and Fratzscher M (2005) Transparency, Disclosure and the Federal Reserve, European Central Bank, WP No. 457, p. 7.

⁵¹ Winkler B. (2000) Which kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making, ECB, WP No. 26, p. 7.

⁵² Sundararajan V., Das U. and Yossifov P. (2003) Cross-Country and Cross-Sector Analysis of Transparency of Monetary and Financial Policies, International Monetary Fund, WP/03/94, p. 4.

⁵³ International Monetary Fund (1999) Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles IMF, <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/Code/index.htm>, Accessed 25 December 2012.

- Крајњи циљ и институционални оквир монетарне политике треба да буде јасно дефинисан одговарајућим законима и регулативом, укључујући и закон о централној банци,
- Институционалне везе између монетарне и фискалне политике треба да буду јасно дефинисане,
- Агенцијски послови које централна банка обавља за потребе владе морају да буду јасно дефинисани.

II Процес формулисања и извештавања о монетарној политици:

- Оквир, инструменти и циљеви монетарне политике треба да буду јавни и јавно образложени,
- Уколико постоји тело које перманентно процењује економски развој, прати прогрес остваривања циљева монетарне политике и формулише монетарну политику за будући период, информације о структури и начину функционисања тог тела треба да буду јавне,
- Промене у монетарној политици, осим финог прилагођавања, треба да буду јавно објављене и благовремено објашњене,
- Централна банка треба периодично да извештава о прогресу остварења циљева монетарне политике, као и о њиховим перспективама,
- У случају техничких промена структуре монетарне регулативе, потребно је претходно организовати јавне консултације,
- Потребно је јавно објавити обавезу финансијског извештавања централне банке за потребе монетарне политике од стране финансијских институција.

III Јавна доступност информација о монетарној политици:

- Презентације и саопштења централних банака треба да буду у складу са ММФ-овим стандардима дисеминације података,
- Централна банка треба да на одређени датум учини јавним њен биланс стања, а у одређеним интервалима треба да објављује информације о агрегатним тржишним трансакцијама,
- Централна банка треба да има центар за јавне информације,
- Регулација коју доноси централна банка треба да буде промтно доступна јавности.

IV Одговорност и обезбеђење интегритета централне банке:

- Званичници централне банке треба да буду спремни да се појављују периодично испред органа власти и да извештавају о спровођењу монетарне политике, циљевима централне банке и уколико је прикладно, да размењују мишљења о стању економије и финансијског система,
- Централна банка треба да периодично објављује финансијске извештаје након процеса ревизије,
- Информације о приходима и расходима централне банке треба да буду објављене на годишњем нивоу,

- Правила о избегавању конфликта интереса званичника централне банке треба да буду јавно објављена.

Sundararajan⁵⁴ дефинише транспарентност преко временске димензије (регуларност и предвидљивост комуникације) разлога доношења одлука (информације треба да омогуће финансијским тржиштима да направе пројекције каматних стопа и цена финансијске активне) најаве промена, јасности комуникације и објашњења ризика са којима се суочава финансијски систем, као и повремене оцене прогреса везаног за главне циљеве. Adam S. Posen⁵⁵ говори о шест аспеката транспарентности:

- Уверавање јавности се односи на регуларно информисање јавности о циљевима монетарне политике, режиму монетарне политике, текућим мерама као и о очекиваним ефектима тих мера,
- Неопходно је јавности и тржишту предочити детаље на основу којих ситуација постаје предвидљивија. Реч је о прогнозама централне банке као и о пратећим објашњењима,
- Јавност може закључити да су сва саопштења централне банке ирелевантна, јер саопштења не коштају ништа а кредибилитет се остварује само кроз предузете акције,
- Јавност може постати, у великој мери, свесна активности централне банке и захтевати више циљних информација, од којих се најважније односе на мандат и начин гласања појединих чланова органа управљања,
- Уколико централна банка не оствари најављени таргет, или се не остваре најављене прогнозе, то може изазвати узнемиреност код јавности. С друге стране, велики број информација може, уместо објашњења, изазвати конфузију код оних којима су те информације упућене,
- Јавност може вршити притисак на остварење најављеног таргета и на тај начин одвратити (спречити) централну банку од оптималног реаговања на шокове.

Већа транспарентност је у координацији са независношћу централне банке и потврђено је да транспарентност у раду централних банака утиче на очекивања, а самим тим и на делотворност предузетих мера. Као потенцијална опасност се јавља могућност погрешног интерпретирања информација централне банке, што потом условљава реакције које могу поништити примаран жељени резултат активности централне банке. Оно што је чињеница је да са порастом степена независности централних банака расте и неопходност стављања на увид јавности активности које она предузима у циљу остварења њених примарних, а потом и осталих циљева који директно погађају јавност којој те информације треба да буду упућене. Али, да ли транспарентност централне

⁵⁴ Sundararajan V., Das U. and Yossifov P. (2003) Cross-Country and Cross-Sector Analysis of Transparency of Monetary and Financial Policies, International Monetary Fund, WP/03/94, p. 14.

⁵⁵ Posen A. (2002) Six Practical Views of Central Bank Transparency, Institute for International Economics, pp. 1-27.

банке може отићи предалеко? Наиме, како истиче Frederic Mishkin⁵⁶, иако сви економисти схватају да је пројекција каматних стопа условна и зависна од кретања на тржишту, јавност промену политике каматних стопа у односу на најављену неће разумети на тај начин. То може бити протумачено као промена циља, неадекватност претходно вођене политике која је резултирала у тим одступањима, што нарушава кредибилитет централне банке.

Уз независност и транспарентност централне банке, неодвојиво је повезано и питање одговорности. Постоји опште слагање да бити одговоран значи оправдати и обијаснити сопствене акције и одлуке, као и преузети одговорност за исте.⁵⁷ Прва компонента, оправдати и објаснити, односи се на могућност да демократски изабрано тело (у случају Европске централне банке именовано од стране Европског Парламента) поставља питања која се тичу предузетих акција и одлука, као и могућности (и жељи) независних органа централне банке да на та питања и одговоре. Ова компонента је блиско повезана са дефиницијом одговорности коју су дали Bini-Smaghi and Gros.⁵⁸ Према њиховој дефиницији, одговорност централне банке заправо зависи од два фактора: 1) *ex ante* контроли, тј. правилима, стандардима и принципима унапред утврђеним од стране демократски изабраног тела, а којих централна банка треба да се придржава у вршењу својих функција и 2) *ex post* контроли, тј. спремности централне банке да саслуша критике и одговори на питања изабраног тела о њеним прошлим и будућим одлукама.

Siklos⁵⁹ је у дефинисању одговорности пошао од три детерминанте: јасности и прецизности којом су циљеви монетарне политике представљени и објашњени јавности; степена у коме су одлуке пренете јавности и задовољавају те циљеве и степена у коме је централна банка у обавези да образложи одлуке које је донела у прошлости. Он је на бази 12 варијабли развио методологију за мерење индекса одговорности. Варијабле које је укључио у своју анализу су: јасност циљева, квантификовање циљева, објављивање економских перспектива, процедуре за решавање конфликта, могућност утицаја трећих лица на одлуке централних банака, регуларно извештавање Парламента, саветовање Владе, дефинисање циљева монетарне политике, структура управљачких органа, јасне процедуре именовања, извештавање и објављивање изјава о одговорности за монетарну политику. Закључак до кога је дошао је да највећи степен одговорности имају Банка резерви Новог Зеланда,

⁵⁶ Mishkin F. (2004) Can Central Bank Transparency Go Too Far? NBER, WP No.10829, Cambridge, pp. 1-31.

⁵⁷ De Grauwe, P. and D. Gros (2009) Accountability and Transparency in Central Banking, Study commissioned by the Policy Department of the Directorate Economic and Scientific Policy of the European Parliament, Brussels/Luxembourg, <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies/download.do?language=en&file=24931>.

⁵⁸ Bini-Smaghi L. and Gros D. (2000) Is the ECB Accountable and Transparent? <http://aei.pitt.edu/567/1/1-Barcelona-EIPA.pdf>.

⁵⁹ Laurens B. Arnone M. and Segaloto J. (2009) Central Bank Independence, Accountability, and Transparency, A Global Perspective, IMF, p. 61.

Банка Јапана и Бундесбанка, што је уско повезано са степеном њихове независности и транспарентности у раду.

Hughes-Hallet and Libich⁶⁰, у циљу разграничења одговорности од транспарентности, користе „крајњу одговорност“, као компоненту предложену од стране De Naan, Amtenbrink and Eijfingeer.

Табела 3: Мере одговорности централне банке

1.	Контрола (надгледање) од стране Парламента (поред годишњих извештаја)
2.	Да ли Влада има право да даје инструкције?
3.	Да ли постоји процедура за примену неког превлађујућег механизма?
4.	Да ли централна банка има право жалбе у случају неких инструкција?
5.	Да ли закон централне банке може бити промењен простом већином у Парламенту?
6.	Да ли су прошли резултати основа за разрешење гувернера централне банке?

Извор: Libich J. (2006) Should Monetary Policy be Transparent, Policy, 22 (1) pp. 29-34.

Компонента коју су назвали „крајња одговорност“ је повезана са три питања: односа са парламентом, постојањем неког надмоћнијег механизма и процедуром разрешења гувернера централне банке. Док се прва мера заиста односи на питање одговорности централне банке, друге две су више повезане са питањем њене независности, пре него одговорности. Bini-Smaghi and Gros⁶¹ искључују постојање неког превлађујућег механизма из критеријума одговорности, јер сматрају да је већ укључен у мерење степена независности према Cukierman et al.⁶² Ипак, оно што је у литератури заједничко је да је стабилност цена главни циљ централне банке и да њена одговорност треба да буде базирана на степену реализације тог циља. Друго заједничко обележје ових мера, које одражава проблем покушаја дефинисања и издвајања концепта одговорности, је делимично преклапање предложених мера са оним коришћеним у изражавању транспарентности и независности. Ово представља озбиљно ограничење у анализи односа ова три аспекта централног банкарства на бази емпиричких доказа.

⁶⁰ Hughes Hallett A. and Libich J. (2006) Central Bank Independence, Accountability and Transparency: Complements or Strategic Substitutes? Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper, No. 5470.

⁶¹ Bini-Smaghi L. and Gros D. (2001) Is the ECB sufficiently accountable and transparent? European Network of Economic Policy Research Institutes, WP No. 7, pp. 1-23.

⁶² Cukierman A., Webb S. and Neyapti B. (1992) Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, The World Bank Economic Review, 6(3) pp. 353-398.

Глава 2.

ФУНКЦИЈЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ И ИМПЛИКАЦИЈЕ ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ СЕПАРАЦИЈЕ ИЛИ ОБЈЕДИЊАВАЊА У ОКВИРУ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

1. Функција емитовања новца и спровођења монетарне политике

Новац је вештачка творевина, настао као резултат поделе рада и производње производа изнад појединачних потреба људи. Са развојем робно-новчане привреде настаје и новац, као посебна „роба“ за коју је могла бити размењена било која друга произведена. Историја новца је много старија од историје централних банака, а оне су, као што је већ истакнуто, настале из пословних банака које су добиле ексклузивно право емитовања банкнота које су током 19-ог века биле размењиве за злато. Резерве злата којим су располагале банке биле су много мање од укупне вредности депозита и емитованих банкнота. Крахом Бретонвудског монетарног система 1973. године је окончан период златног стандарда.

Емисиона функција се може дефинисати као рутинска функција, која у неким земљама представља ексклузивно право централне банке, а у неким земљама министарство финансија преузима улогу емитовања неких новчаница и то углавном кованог новца. Ипак, количину новца коју емитује министарство финансија претходно мора да одобри централна банка, да не би дошло до ометања спровођења одабраног правца монетарне политике. Три основна канала путем којих централна банка може да емитује новац су девизне трансакције, кредити које одобрава комерцијалним банкама и кредити држави. Девизне трансакције представљају аутономан ток, нису под контролом централне банке, могу довести до нарушавања девизног курса и тада централна банка може реаговати купопродајним акцијама на девизном тржишту. Други канал емитовања новца – кредити комерцијалним банкама је под директном контролом централне банке. Поред различитих облика кредита које им централна банка одобрава и чиме се директно делује у жељеном правцу повећања или смањења новчане масе, она може одобрити пословним банкама кредите за одржавање ликвидности, који су краткорочни и усмерени искључиво на решавање питања ликвидности банака, а не повећање њиховог кредитног потенцијала. И трећи канал емитовања новца односи се на одобрене кредите држави који утичу на повећање новчане масе онда када тај новац заиста и буде употребљен од стране државе. У циљу истицања значаја независности централних банака, данас већина нема могућност директног кредитирања државе за потребе покрића буџетског дефицита, већ се путем куповине и продаје државних хартија од вредности утиче на количину новчане масе.

Централна банка је надлежна за спровођење монетарне политике, у чијој је основи квантификовање и динамизирање понуде новца, са циљем постизања и одржавања ниске стопе инфлације, без креирања високе стопе незапослености. У зависности од нивоа економске развијености земље, развијености финансијског тржишта, централној банци стоје на располагању инструменти којима она остварује дефинисане циљеве.

2. Функција одржања ликвидности банкарског сектора

Једна од најважнијих функција независне централне банке у земљама у развоју је улога последњег уточишта, тј. зајмодавца у крајњој инстанци, са циљем обезбеђења ликвидности банкарског сектора. Способност централне банке да одговори потреби банкарског сектора за додатним средствима када су све друге могућности исцрпљене, лежи у томе што она има моћ да креира резерве. У неким развијеним тржишним привредама, постоји државна корпорација за осигурање депозита, која у првој инстанци реагује у случају појаве кризе неликвидности. Уколико није у стању да санира последице, наступа централна банка, обезбеђујући додатну количину средстава. У кризним периодима, у условима неразвијеног финансијског тржишта, имепрфектних информација на тржишту, повећане опрезности међубанкарског тржишта и чување вишка средстава неких банака из страха да ће им та средства у будућности бити потребна за сопствену одбрану ликвидности, актуелизују ову функцију централне банке.

У пракси, иако је ова функција у надлежности већине независних централних банака, оне врло ретко посежу за њеном применом, једино у изузетним случајевима, када је угрожена финансијска стабилност земље, и када банкарски систем није у стању да самостално савлада кризну ситуацију. Ова функција се спроводи преко кредита за ликвидност, због неповољних услова кредитирања се не користи за повећање кредитног потенцијала банке, најчешће је условна и то у смислу предузимања конкретних мера, тј. ограничавања активности банке. Па ипак, Goodhart⁶³ је утврдио да су централне банке много више интервенисале да спасу банке, него што су допуштале да банкротирају. Ово је и разумљиво, јер би банкротство банака имало много веће, не само економске, него и социјалне последице. Покушај ревитализовања банака које имају проблем неликвидности се односи на покушај спречавања ширења кризе из банкарског на друге сфере пословања.

Политика зајмодавца у крајњој инстанци има дугу историју. Према Bagehot-у⁶⁴ примени ове политике треба да претходи испуњење најмање три услова. Први услов је да треба позајмљивати солвентним институцијама и уз добар колатерал. Други услов је да на ове зајмове треба наплаћивати затезну каматну стопу (пенале) тако да банке та средства не могу користити за текуће операције. И трећи услов подразумева да централна банка мора унапред изразити своју спремност да позајмљују средства, без ограничења, оним банкама које испоњавају услове солвентности и уз адекватан колатерал. У садашњим условима пословања, ова „класична“ Bagehot-ова концепција је предмет расправа и напада са два различита аспекта. Као прво, разлика између солвентности и ликвидности је недовољно јасна. Како Goodhart истиче, банке које посежу за овим средствима су већ у проблему несолвентности. Као друго, како истичу

⁶³ Goodhart C.A.E. (1995) *The Central Bank and the Financial System*, MIT Press edition, p.13.

⁶⁴ Bordo M. (1990) *The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Evidence*, *Economic Review*, p. 20.

Goodfriend and King⁶⁵, постојање тржишта репо трансакција које су потпуно покривене колатералом, омогућава централним банкама обезбеђење адекватне укупне колочине ликвидности, што им пружа могућност да, без колатерала, позајмљују банкама, чиме добијају надзорну улогу и увођење тржишне дисциплине. Ови аргументи су имали великог утицаја, толико да се Vagehot-ова концепција сматра застарелом за било који развијенији финансијски систем. Па ипак, изгледа да не постоји неки други адекватан сет правила који би могао да га замени. Са институционалног аспекта, дисконтни шалтер пружа подршку ликвидности банкама, тако да оставља дискреционо право централним банкама. Са теоријског аспекта, ствари могу изгледати боље, али само на први поглед. Аргументи које су понудили Goodfriend and King звуче привлачно, али само уколико се пође од претпоставке савшеног међубанкарског тржишта. Али то је у супротности са претпоставком асиметричних информација, које чине основу оправдања постојања банака. Њихови аргументи још више губе на значају уколико се узме у обзир и Goodhart-ов критицизам: када се шокови ликвидности и солвентности не могу јасно разграничити и разликовати, међубанкарско тржиште је далеко од савшеног. Па ипак, важан мотив за постојање ове функције је спречавање системског ризика, који се односи на два различита аспекта – пренос поремећаја на једној страни и макроекономски ризик на другој. Постоји мноштво литературе о политици зајмодавца у крајњој инстанци када дође до преноса поремећаја – када индивидуални финансијски проблеми могу изазвати ширење финансијске кризе, са потенцијалном опасношћу утицаја на понуду новца. Заједничко становиште је да ипак треба пружити помоћ појединачним банкама када западну у финансијске проблеме због спречавања преливања индивидуалне у системску кризу, без обзира што таква политика може охрабрити банке да улазе у ризичније послове како би увећале свој капитал.

У пракси, улогу зајмодавца у крајњој инстанци има највећи број централних банака. Тако је у САД та функција у надлежности Система федералних резерви. Његов главни циљ је обезбеђење средстава финансијским институцијама које немају довољно сопствених, како би се спречило њихово банкрутство и на тај начин избегао негативан ефекат на привреду. Систем федералних резерви, вршећи ову функцију, охрабрује банке чланице да позајмљују средства преко тзв. дисконтног шалтера, а банке та средства могу користити и за обезбеђење обавезних резерви или за потребе великих исплата. У Великој Британији је такође ова функција у надлежности централне банке. На глобалном нивоу, Међународни монетарни фонд такође служи као зајмодавац у крајњој инстанци, у циљу спречавања и санирања последица финансијске кризе. Највећи број критика односи се са на подстицање банака да улажу у високоризичне пројекте, рачунајући на овакву врсту подршке одговарајућих институција. Ови кредити су само привремено решење и тренутно премошћавање проблема ликвидности појединачних банака, али дугорочно не могу решити њихове финансијске проблеме, а то оставља могућност стварања нових криза.

⁶⁵ Goodfriend M. and King R. (1988) Financial deregulation, monetary policy, and central banking, Federal Reserve Bank of Richmond's Economic Review, 74 (3) pp. 3-22.

3. Функција надзора над финансијским системом

Једна од кључних улога централних банака је функција надзора над целокупним финансијским сектором. Уколико ово није прокламовано као примарни циљ, очување стабилности финансијског сектора се налази на врху листе њених приоритета, а самим тим на значају добија функција надзора његовог функционисања. Сврха супервизије је у превенцији, односно перманентној активности праћења рада свих учесника, при чему се банке јављају као главни актери и спречавању оних активности које би могле бити узрочник банкарске а потом и системске кризе. У процесу супервизије треба проверити финансијску снагу учесника, ниво адекватности капитала, услове пословања страних банака, степен изложености ризику, начин управљања ризицима и количину средстава издвојену за ту намену, опасност по инвеститоре, ниво сагласности њиховог пословања са законом и регулативом. Да би процес супервизије послужио сврси, он треба пре свега да се ослања на адекватну законску регулативу пословања и надзора финансијских учесника, независности, рачуноводственом систему који одговара међународним стандардима и квалификованим супервизорима.

Из овог произилази да је улога централних банака у спречавању „великог зла“ до кога може доћи уколико учесници у финансијском систему дају предност краткорочном стицању профита, прихватајући повећани ризик улагања средстава. Ако централна банка има ту моћ да спречи „велико зло“, како је онда могућа појава финансијске кризе? Да ли то значи да централна банка не обавља адекватно ову функцију? Не предузима све неопходне мере како би искључила из финансијског система оне учеснике који прете да наруше његову стабилност? Да ли су онда појаве финансијских криза довољан разлог да се ова функција повери некој другој институцији, која ће озбиљније приступити њеном обављању? И да ли је уопште могуће обављати такву функцију савесније и боље? А ако није, да ли је онда битно коме ће бити поверена ова функција – централној банци која је задужена за целокупну монетарну политику, или некој другој, самосталној институцији чија ће ово бити главна надлежност? И како извршити координацију активности тих двеју институција? Решење није једнообразно и јединствено у свим земљама. Систем супервизије у САД спада међу најкомплексније у свету. Наиме, банкарску супервизију обављају заједно Систем федералних резерви и Канцеларија контролора валута (која врши супервизију националних банака). Као трећи орган супервизије се јавља Федерална корпорација за осигурање депозита, која врши супервизију државних банака које нису чланице Система федералних резерви. У надлежности Канцеларије супервизора депозитара су депозитне холдинг компаније, штедно-кредитне задруге и штедне банке. Предмет супервизије су: банке чланице (преко 1000 банака) све банкарске холдинг компаније, стране банке на америчком тржишту, и институције које спроводе међународне банкарске послове (стране банке са државном лиценцом, стране банке са федералном лиценцом).⁶⁶

⁶⁶ The Federal Reserve System (1936) 2005. Purpose and Functions, Board of Governors of the Federal Reserve System Washington, p. 60.

Банка Енглеске је од 1998. године супервизију свих финансијских институција поверила посебној независној агенцији (Financial Services Authority). Па ипак, нови регулаторни оквир, који је ступио на снагу априла 2013. године означио је замену ове агенције двама новим институцијама: Пруденцијом регулаторном институцијом (Prudential Regulation Authority-PRA) и Агенцијом за финансијско пословање (Financial Conduct Authority –FCA)⁶⁷. PRA је као део централне банке Енглеске преузела одговорност за пруденцијну регулацију и супервизију банака, штедионица, кредитних унија, као и великих инвестиционих фирми (укупно регулише око 1700 финансијских компанија). Њена улога је дефинисана у складу са два статутарна циља – да промовише безбедност и стабилност ових компанија и посебно за штедионице да обезбеди одговарајући степен заштите осигураника. У промовисању сигурности и безбедности, агенција је примарно фокусирана на штету коју компаније могу изазвати у функционисању финансијског система Велике Британије. PRA је задужена за израду дугорочних процена ризика компанија, а оне код којих процењени ниво ризика буде највећи, ће бити у фокусу њене активности. FCA је независна агенција и није део централне банке Енглеске. Одговорна је за промовисање ефикасне конкуренције обезбеђујући добро функционисање релевантних тржишта, и за спровођење регулације свих компанија које пружају финансијске услуге. То подразумева деловање у циљу спречавања злоупотреба на тржишту. FCA спроводи пруденцијну контролу над свим оним фирмама које пружају финансијске услуге а нису обухваћене радом PRA, као што су удружења менаџера или независних финансијских саветника. Централна банка Црне Горе је надлежна за спровођење супервизије над свим банкама и микрофинансијским институцијама (могу да одобравају кредите, али немају право да прикупљају депозите и обављају платни промет). Централна банка Босне и Херцеговине није надлежна за процес супервизије банкарског система, већ је тај задатак поверен двама независним ентитетским агенцијама, којима она координира.

4. Функција управљања девизним резервама, спољним дугом и девизним курсем

Ова функција је у већини земаља у надлежности централне банке, а само у мањем броју земаља је у надлежности министарства финансија или неког другог владиног органа. Разлози држања девизних резерви, које се обично чувају у страним конвертибилним валутама, специјалним правима вучења, монетарном злату, хартијама од вредности које гласе на конвертибилне валуте, су различити, али се као три најважнија разлога издвајају:

- Одбрана режима девизног курса;
- Смањење утицаја негативних екстерних шокова;
- Повећање кредибилитета монетарне политике земље.

Централне банке се у управљању девизним резервама служе начелом ликвидности и сигурности. Начело ликвидности подразумева са се девизне резерве улажу у лако утрживе инструменте којима се свакодневно и у великом обиму тргује на финансијским тржиштима и које се у кратком року могу уновчити ради подмирења

⁶⁷ Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/PRA/Pages/default.aspx>, Accessed 15 May 2013.

свих доспелих, као и потенцијалних обавеза према иностранству. Начело сигурности подразумева да се активом и пасивом управља у складу са структуром спољног дуга, а због очувања вредности девизних резерви и њиховим улагањем у најквалитетније хартије од вредности и пласирањем средстава код финансијских институција као што су централне банке других земаља, међународне финансијске институције и реномиране комерцијалне банке.

Оквир за улагање девизних резерви одређује њихову валутну структуру, финансијске инструменте који се могу користити, потребна ликвидна средства у ефективном страном новцу, као и могућност употребе финансијских деривата због заштите од ризика и флексибилнијег управљања девизним резервама, уз смањење трошкова улагања, као и начина располагања резервама у злату. Пракса већине централних банака је таква да валутну структуру девизних резерви усклађује са валутном структуром свог спољног дуга (то је пракса и Народне банке Србије). Финансијске инструменте чине инструменти са фиксним приносом и инструменти тржишта новца. То су претежно државне обвезнице које су емитовале најразвијеније земље, обвезнице међународних финансијских институција, федералних јединица најразвијенијих земаља и финансијских институција са подршком тих земаља, обвезнице које су издате на основу колатерала, као и депозитни пласмани са или без средства обезбеђења код централних банака, међународних организација и првокласних страних банака и државни благајнички записи најразвијенијих земаља.

Приликом управљања девизним резервама, преузима се прихватљив ниво ризика који је у складу са политиком улагања и стандардима централних банака. Релевантни финансијски ризици се континуирано прате и процењују, како тржишни (валутни, каматни и ликвидносни) тако и кредитни ризици. Смањење валутног ризика (ризик од губитка услед промене међувалутних односа) се постиже усклађивањем валутне структуре девизних резерви и спољног дуга, као и диверсификацијом ризика увођењем и других валута најразвијенијих привреда. Тако се формира базна валута, која се састоји од корпе валута која је усклађена са структуром валута спољног дуга. Управљање каматним ризиком (могућност губитка услед промена каматних стопа) подразумева одређење оптималне циљане осетљивости цена обвезница на промену стопа приноса. Управљање ликвидносним ризиком (немогућност измирења доспелих обавеза) се постиже избором квалитетних хартија од вредности, којима се свакодневно и у великом обиму тргује на финансијским тржиштима, услед чега се ова врста ризика смањује на најмању могућу меру. Управљање кредитним ризиком (могућности губитка услед неиспуњења финансијских обавеза издаваоца хартија од вредности, финансијске институције или земље) се постиже постављањем неопходног кредитног рејтинга за хартије од вредности у које се улаже. Принос на улагања средстава девизних резерви зависи од прихваћеног нивоа ризика, ако и захтеваног нивоа ликвидности.

5. Институционална сепарација функција

Када се јавила потреба за формирањем посебне банкарске институције чије ће функције превазилазити функције традиционалне банке, сматрало се да три најзначајније – монетарна регулација, супервизија банкарског сектора и гарантовање ликвидности банкарског сектора, треба да буду инкорпориране у њој. Оправданост оваковог приступа се налази у чињеници да је на тај начин омогућена њихова боља координација, извршена је централизација одговорности и пружена могућност остварењу синергетског ефекта, у циљу истовременог деловања на циљеве монетарне и финансијске стабилности. Да ли ће функција надзора над финансијским системом, чију срж чине кредитно-депозитне институције које служе монетарној власти за пренос монетарних ефеката и чије је очување финансијске стабилности кључно за спровођење монетарне политике, је питање организационог карактера. Па ипак, искуство земаља у којима је дошло до институционалног раздвајања ових двеју функција, попут Велике Британије, показало је да се као главни проблем јавља њихова координација која је нужна претпоставка успешног функционисања финансијског система.

Неки аутори, као посебан аргумент у корист интеграције ових функција, наводе тзв. информациону синергију⁶⁸. Веза која постоји међу овим функцијама је кључна, представљају нераскидиве делове једне целине, и само њихово јединство може допринети успешном идентификовању степена угрожености финансијског сектора у целини, као и појединачних организација. Информације које генерише функција надзора могу бити и представљају непроцењиве улазне елементе за спровођење функције монетарне регулације и служе и за превентивно реаговање. Посебно у ситуацијама системске кризе, процена нивоа угрожености појединих учесника у финансијском систему може помоћи у предвиђању будућих проблема који се могу односити на додатне инфлаторне притиске, као и питање увек горућег проблема незапослености. Централна банка, поред неопходности усклађивања начина остварења својих циљева, треба да води рачуна да њихово остварење не буде у супротности са концептом друштвене одговорности. У случају већих финансијских поремећаја, до којих долази пре или касније, одржање финансијске стабилности постаје приоритетан циљ (јер се без његовог решавања не може говорити о достизању других дефинисаних циљева) и тада је неопходно стандарде функције последњег уточишта прилагодити и усагласити са насталом ситуацијом. Институционално раздвајање ових двеју функција може угрозити остварење коначног циља, јер неће постојати нужна флексибилност у функционисању. Издвајањем функције надзора из система функција централне банке, доводи до смањења одговорности таквог тела на правовремено сигнализирање поремећаја, али не и предузимање конкретних антикризних мера, услед чега долази до јачања ригидности, а смањења преко потребне флексибилности. Управо наглашавањем друштвене одговорности централне банке, се успоставља контратежа покушајима да се, путем издвајања функције надзора над финансијским системом, ограничи моћ ове институције.

⁶⁸ Di Noia C. and Di Giorgio G. (1999) Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks Be Given to Different Agencies? http://eprints.luiss.it/735/1/411_digiorgio_1999.pdf, Accessed 5 January 2013.

Ипак, у динамичним условима савременог банкарства, све више на значају добијају идеје о институционалној сепарацији ових функција. Као најчешће коришћени аргумент се наводе хомогенизација и интернационализација финансијског посредовања и конфликт циљева.⁶⁹ Обзиром да је главна карактеристика савремених финансијских институција разноврсност услуга које пружају својим корисницима, јавила се потреба за спровођењем јединствене контроле над њиховим радом. Како централна банка најчешће није надлежна за небанкарске финансијске институције, онда се у циљу остварења јединствене контроле над свим институцијама које пружају регулисане линије финансијских услуга, јавља неопходност формирања јединственог регулаторног тела.

Други аргумент се односи на неопходност ограничавања све веће моћи централне банке, обзиром да се у савременим системима инсистира на институционалној независности централне банке. У таквим околностима, оне постају веома моћне организације, над којима није могуће извршити политички утицај. Издвајањем ове веома битне функције, функције надзора, ограничава се, тј. смањује утицај централне банке. Ипак, и неки други аргументи иду у прилог издвајању ове функције, за коју постоји најмање непобитних разлога да остане у надлежности централне банке. Наиме, интензивни процеси интернационализације финансијског пословања, намеће висок степен наднационалне унификације процедура и механизма надзора. На овај начин је централним банкама, као националним установама, ограничена сувереност у области надзора, услед неопходности прихватања међународних процедура и механизма за спровођење надзора над пружаоцима финансијских услуга. Па ипак, услови интернационализације пословања су условили прилагођавање централних банака и у области монетарне регулације, и ограничавање њихове суверености (монетарна унија, валутни одбор или фиксни девизни курс су примери изразито суженог делокруга и примењеног инструментарија у спровођењу монетарне регулације). Ови токови су, за сада, заобишли прилагођавања у спровођењу функције последњег уточишта.

Као трећи аргумент који се наводи у корист институционалне сепарације је конфликт циљева функција монетарне регулације са једне стране и функције надзора и последњег уточишта, са друге стране. Како је централна банка одговорна и за монетарну и финансијску стабилност у ситуацији истовремене угрожености ова два циља она самостално доноси одлуку о приоритету. Сложеност проблема се повећава ако се узме у обзир конфликтност, а не комплементарност у достизању ових циљева. Наиме, рестриктивна монетарна политика у условима системске финансијске кризе (иако се са аспекта монетарне политике она показује као сасвим оправдана) ће највероватније само продубити проблеме, па се као опција у покушају изналажења решења за превазилажење кризе јавља напуштање монетарног оквира и жртвовање монетарне стабилности. На овај начин је рационалност у спровођењу монетарне

⁶⁹ Goodhart C. and Schoemaker D. (1995) Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated? Oxford Economic Papers, New Series, 47 (4) pp. 539-560.

политике замењена бригом за профитабилност и ликвидност банкарског сектора.⁷⁰ Као додатни аргумент у корист институционалне сепарације, издваја се и временски фактор⁷¹. У условима када је угрожена финансијска стабилност, потребна је брза реакција регулаторних органа. У ситуацији када су ове функције интегрисане у једној институцији (централној банци) која је одговорна и за превенцију, идентификовање као и решавање проблема, то може довести до оклевања у идентификовању проблема и предузимању конкретних акција. Због тога се препоручује раздвајање функције којом се проблем идентификује, од функције која ће бити одговорна за решавање тако идентификованог проблема. Али, и тада је неопходна тесна сарадња и правовремена и брза размена информација између органа који су надлежни за надзор финансијског система и централне банке која је одговорна за његово очување. Централна банка, као јавна установа, треба да сагледава свој ециљеве у складу са концептом друштвене одговорности. У случају већих финансисјких поремећаја, одржање финансијске стабилности постаје циљ вишег приоритета, коме је потребно флексибилно прилагодити стандарде функције последњег уочишта. Издвајањем функције надзора из надлежности централне банке, успоставља се тело које може угрозити остваривање коначног циља. Како овакво тело може бити одговорно искључиво за правовремено сигнализирање поремећаја, али не и за реактивну антикризну политику, степен његове одговорности за постизање циља је врло ограничен, због чега може показивати са аспекта интереса друштва неоправдану ригидност.⁷²

Овај проблем избора институционалног решења обављања кључних функција би се могао сумирати на следећи начин. Уколико постоји неопходна координација у остварењу јединствено дефинисаног друштвеног интереса, начин организовања ових функција је у другом плану и постаје ирелевантан. Уколико централна банка покаже неспособност у вршењу ових функција, јавља се потреба за сепарацијом, која може бити добро решење једино уколико се јасном поделом одговорности између институција, успостави узајамна контрола, која ће бити сврсисходна једино уколико су све институције сагласне у вези са циљем и све своје активности спроводе у складу са његовим остварењем, уз непрекидну комуникацију и координацију.

⁷⁰ Detaljnije u: Copelovitch M. and Singer D. (2008) Financial Regulation, Monetary Policy, and Inflation in the Industrialized World, *The Journal of Politics*, 70 (3) pp. 663-680.

⁷¹ Goodhart C. and Schoemaker D. (1995) Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated? *Oxford Economic Papers, New Series*, 47 (4) pp. 539-560.

⁷² Крстић Б., Маринковић С. и Јемовић М. (2010) Актуелне контраверзе о надлежностима централне банке у односу на њене традиционалне функције, *Економске теме* бр. 4, стр. 484.

Глава 3.

МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА – ИНСТРУМЕНТИ, РЕЖИМИ И ДЕТЕРМИНАНТЕ ИЗБОРА

Монетарна политика је онај део опште економске политике који се састоји у мерама које делују на док привредног живота путем стварања, поништавања, расподеле и прерасподеле новчане куповне снаге. Она је скуп правила, прописа, мера и инструмената којима се регулише ниво, структура и динамика новчане масе, као и циркулација новца у прометним каналима процеса репродукције.⁷³ Основни циљ монетарне политике је обезбеђење довољне количине новца да би се могла обављати несметана репродукција производње, без подстицања инфлаторних притисака у земљи. Постоје различити појавни облици монетарне политике, од експанзивне и рестриктивне монетарне политике, преко флексибилне и политике константе стопе монетарног раста. Одређивање оптималне количине новца у оптицају је веома тежак задатак, чија се остварење посматра са аспекта дугог рока, а краткорочне осцилације су неминовне обзиром да зависе од великог броја економских субјеката. Експанзивна монетарна политика се спроводи када се привреда налази у рецесији и када је потребно њено оживљавање. Пад производње и пораст незапослености који не могу бити на другачији начин прекинути, захтевају интервенцију централне банке која се састоји у повећању новчане масе изнад оптималног нивоа. Одабир инструмената којима монетарне власти остварују тај свој циљ зависи од конкретних прилика у земљи, а као инструменти се могу користити смањење есконтне стопе, смањење каматне стопе на одобрене банкарске кредите, смањење стопе обавезних резерви, експанзија кредита привреди, операције куповине ХоВ на отвореном тржишту итд. На другој страни, рестриктивна монетарна политика има супротан задатак, а то је смањење новчане масе, као покушај одговора на проблем инфлације у земљи. Инструменти којима се рестриктивна монетарна политика служи су исти као у случају експанзивне монетарне политике, али супротног смера. Флексибилна монетарна политика, како и сам назив сугерише, се прилагођава циклчним фазама у којима се привреда земље налази, па се у зависности од њиховог кретања испољава у виду експанзивне или рестриктивне монетарне политике. Политиком константне стопе монетарног раста се одређују стопе раста новчане масе на месечном и годишњем нивоу а креирање новчане масе је усклађено са трендом кретања стопе раста реалног бруто друштвеног производа.

1. Инструменти монетарне политике

Монетарној политици стоје на располагању бројни инструменти којима она остварује дефинисане циљеве. Њихов избор или комбинација зависе од бројних фактора, али првенствено од дефинисаног примарног циља, одабраног режима монетарне политике. Ако је као циљ монетарне политике ценовна стабилност, креатори монетарне политике треба да одреде начин мерења и деловања на остварење тако дефинисаног нивоа

⁷³ Буровић-Тодоровић Ј. и Ђорђевић М. (2011) Монетарна стратегија, Економски факултет, Ниш, стр.15.

инфлације, тј. да одреде помоћни циљ или посредничку варијаблу, као и инструменте монетарне политике. Разлог томе је што централна банка не може директно да утиче на остварење крајње дефинисаног циља, већ једино преко помоћних циљева, тј. помоћних варијабли. Помоћне (посредничке) варијабле су део трансмисионог механизма, преко кога промене у инструментима монетарне политике који централној банци стоје на располагању утичу на крајње циљеве и на које она може да утиче, мање или више успешно, боље од крајњег циља. На следећој слици је приказан трансмисиони механизам преко каматних стопа.

График 1: Трансмисиони механизам



Извор: The Monetary policy of the ECB, <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

Целокупан процес усклађивања може почети променом политике каматне стопе од стране централне банке. Та промена ће изазвати низ других, различитог интензитета, при чему најдиректније утичу на краткорочне банкарске каматне стопе. Очекивања о будућем кретању каматних стопа утичу на дугорочне каматне стопе (оне су, пак, највише под утицајем очекивања о дугорочном економском расту и тренду инфлације, а мање под утицајем очекивања о будућем кретању краткорочних каматних стопа). Као што је приказано на слици, промена каматне стопе утиче и на кретање цена акција и хартија од вредности, као и на девизни курс, и количину новца и обим кредита. Промене цене акција и ХоВ могу утицати на ниво потрошње, преко доходног и имовинског ефекта, што потом има утицаја на промене на тржишту рада (веће/мање запошљавање и повећање/смањење обима производње) што се све рефлектује и на тржиште производа. Промене девизног курса, до којих долази услед промена у политици каматне стопе, директно утичу на ниво цена домаћих и увозних производа, при чему је тај утицај много већи у малим и отвореним економијама, него у великим земљама. У коначном, целокупан механизам, који укључује велики број актера, изазива различите реакције економских субјеката, које утичу на ниво инфлације, па је

временско кашњење резултата и ефеката монетарне политике сасвим реално, а и непредвидиво, услед немогућности контроле од стране централне банке свих предузетих акција поменутих учесника.

У монетарној политици се прави разлика између:

- Крајњих циљева монетарне политике, као што су стабилност цена, економски раст, смањење стопе незапослености, одговарајући ниво благостања, циљне варијабле на које креатори монетарне политике не могу директно да утичу,
- Помоћних (посредних) циљева који се налазе између крајњих циљева и инструмената монетарне политике,
- Оперативних циљева и
- Инструмената монетарне политике, који су под директном контролом, и чија примена зависи искључиво од одлука креатора монетарне политике.

Варијабла коју централна банка прецизно регулише кроз дневне операције, тј. преко одабраних инструмената су оперативни циљеви. Они се налазе између инструмената на једној страни, и посредних, односно крајњих циљева на другој страни. Разлог њиховог увођења је немогућност централне банке да директно утиче на посредне циљеве који не дају информације о стварним ефектима предузетих мера, што може утицати на погрешну процену текуће монетарне политике. Њихово формулисање директно зависи од посредног циља. Ако се као посредни циљ одреди ниво каматних стопа, онда је оперативни циљ каматна стопа на средства централне банке. Ако се као посредни циљ дефинише монетарни агрегат, онда је оперативни циљ монетарна база. Интермедијарни циљеви су номинално сидро за доношење одлука монетарних власти. Приликом њиховог дефинисања треба водити рачуна да су мерљиви, да их централна банка може контролисати, као и да имају предвидив ефекат на крајњи циљ.

Монетарне власти управљају монетарном политиком на тај начин што посредну варијаблу поставе у уске опсеге могућих флукуација. То заправо значи да од коначног (крајњег) циља монетарне политике зависи одабир посредног циља (тј. посредне варијабле) а потом одабир инструмената преко којих ће се најефикасније утицати на посредне варијабле, а преко њих на остварење крајњег циља. Посредне варијабле нису под директном контролом централне банке, али јесу дакле под њеним великим утицајем, управо преко инструмената који јој стоје на располагању. Веома битна карактеристика помоћних варијабли је што од њих креатори монетарне политике могу направити тзв. индикатор варијабле и користити их приликом комбинације инструмената монетарне политике као добре индикаторе за мерење одређених ефеката.

1.1. Операције на отвореном тржишту

Овај инструмент монетарне политике, поред кредита централне банке пословним банкама, је основни канал креирања новчане масе и доминантно се користи у земљама са развијеним финансијским тржиштем. Путем куповине и продаје хартија од вредности од стране централне банке, директно се утиче на кредитни потенцијал и

ликвидност банака, а индиректно на формирање новчане масе. У последње време све више добија на значају као инструмент монетарне политике и у земљама у развоју, услед флексибилности коју пружа централним банкама у погледу обима трансакција, као и времена наступа. Коришћење овог инструмента подразумева испуњеност одређених предуслова⁷⁴:

- Развијено финансијско тржиште (посебно тржиште државних хартија),
- Велики обим државних хартија од вредности, више врста и са различитим роковима доспећа,
- Континуирана тражња за хартијама од вредности,
- Активна улога централне банке у купопродајним операцијама државних хартија од вредности на секундарном тржишту и
- Независност финансијског система и независност тржишта у односу на друге земље.

Одлука централне банке да изврши куповину хартија од вредности ће као последицу имати повећање кредитног потенцијала банака, и самим тим утицати и на повећање привредне активности, услед повећане расположиве количине новца на рачунима пословних банака. Веома је важно да економски учесници (банке, институционални инвеститори, предузећа) схвате кретање каматних стопа као сигнал какву политику ликвидности води централна банка. Уколико не постоји тржиште државних хартија од вредности, или у земљама у којима оне нису дозвољене (као на пример у Индонезији), онда постоји могућност да централна банка развије сопствене ХоВ, са циљем вођења монетарне политике. Предуслов је да средства прикупљена на овај начин нису расположива држави. У пракси се користе два модела за спровођење операција на отвореном тржишту:

- Безусловне (трајне) куповине и продаје хартија од вредности, без аранжмана о поновном откупу и
- Привремене куповине хартија од вредности, уз обавезу њиховог откупа од стране продавца након прецизираног рока (репо операције), или реверзибилне репо операције.

Тржишта развијених земаља карактерише висок и континуирани обим трговине уз учешће великог броја различитих институција. Систем федералних резерви у управљању каматном стопом и новчаном масом користи операције на отвореном тржишту, које утичу на количину резерви и новчану базу (путем промена у есконтном кредитирању). Њима управља Федерална комисија за операције на отвореном тржишту а спроводи Федерална резервна банка Њујорк. Историјски посматрано, Федералне резерве су користиле операције на отвореном тржишту ради прилагођавања количине резерви, и усклађивања каматне стопе на државна средства са преконоћним каматним стопама, по којима су депозитне институције међусобно позајмљивале вишкове средстава, у оквиру таргета дефинисаног од стране Федералне комисије за операције на

⁷⁴ Ђуровић-Тодоровић Ј. и Ђорђевић М. (2011) Монетарна стратегија, Економски факултет, Ниш, стр. 28.

отвореном тржишту. Овај приступ у вођењу монетарне политике је еволуирао након финансијске кризе из 2008. године а поготово крајем исте када је FOMC успоставио циљану каматну стопу на државна средства близу нуле. Тако су од краја 2008. године Федералне резерве знатно повећале количину дугорочних хартија од вредности, кроз операције куповине на отвореном тржишту, а све у циљу смањења притиска на дугорочне каматне стопе, подржавајући на тај начин економску активност и могућност за отварање нових радних места тако што чине услове на финансијском тржишту повољнијим.

1.2. Стопа обавезне резерве

Обавезна резерва представља веома ригидан инструмент монетарног регулисања, а до преиспитивања његовог коришћења је дошло у последњим деценијама 20-ог века, услед пораста каматне стопе на финансијским тржиштима развијених земаља. Обзиром да обавезна резерва подразумева држање одређеног износа средстава пословних банака на рачунима централне банке које је она прописала за ту употребу, и представља њихову некаматносну активу, дошло је до јачања става о њиховом укидању, и продуктивнијој употреби тако задржаних средстава. Улога овог инструмента монетарног регулисања је доживела велике промене – од примарно коришћеног инструмента, до његовог маргинализовања и јачања улоге контроле краткорочних каматних стопа. Степен рестриктивности монетарне политике применом овог инструмента је одређен стопом обавезне резерве, која може бити јединствена или диференцирана, као и базом на коју се примењује. У том смислу, обавезна резерва се може примењивати на укупне депозите, на део депозита (само трансакционе депозите), или се пак могу укључити и категорије по основу других обавеза (обавезе по кредитима, или средствима прибављеним емисијом хартија од вредности). Променама стопе обавезне резерве утиче се на смањење или повећање кредитног потенцијала пословних банака и повлачење, тј. креирање ликвидности банака. Из тога произилазе две основне улоге обавезне резерве. Прва се односи на њен пруденцијални карактер, обзиром да кроз регулисање ликвидности банака утиче на стабилност финансијског система, а друга на њено дејство као инструмента трансмисије мера монетарне политике, преко регулисања понуде кредита, на економску активност и инфлацију. У тржишним привредама, стопа обавезне резерве има већи значај као инструмент кредитног регулисања, а мањи као инструмент регулисања ликвидности банака. У теорији се најчешће помињу два правца деловања стопе обавезне резерве на економску активност и ниво инфлације, и то преко утицаја на понуду кредита и преко прилива иностраног капитала. Када је реч о првом правцу деловања, његово објашњење се може наћи у теорији кредитног канала.⁷⁵ Према овој теорији, повећање стопе обавезне резерве утиче на смањење кредитног потенцијала банака, што за последицу има смањење економске активности и пад инфлације. Што се другог правца деловања тиче, објашњење се налази у чињеници да повећање стопе обавезне резерве има за резултат

⁷⁵ Hendricksa T. and Kempa B. (2009) Monetary policy and the credit channel, broad and narrow, : <http://www.wiwi.uni-muenster.de/iioe/forschen/workingpaper/Eastern-Economic-Journal.pdf>, Accessed 8 February 2013.

смањење прилива капитала, али оно значајније је смањење прилива капитала спекулативног карактера. У условима неразвијених финансијских тржишта, и промена девизног курса, многе централне банке су 80-их и 90-их година прибегавале овој мери, како би спречиле реалне апресијације домаће валуте и како би се повећао степен контроле, који би омогућио реализацију постављених циљева. Ипак, искуства земаља (нпр. Чиле) показују да ова мера није имала дугорочни ефекат, већ да је краткорочно довела до пораста каматне стопе, али да је дошло до промене у структури прилива капитала и то у корист дугорочних зајмова. Овај инструмент се данас у већини земаља користи као помоћни инструмент и то онда када су исцрпљене све остале могућности, па промена стопе обавезне резерве остаје једини расположиви инструмент. У земљама које су у режиму инфлаторног таргетирања, стопа обавезне резерве је испод 5%.

У САД Управни одбор система Федералних резерви, одлучује о висини стопе обавезне резерве, које се састоје од нето трансакционих рачуна, дугорочних депозита и средстава деноминираних у евр, с тим што је од децембра 1990. године стопа обавезне резерве на последња два елемента је једнака нули. Обавезна резерва на нето трансакционе рачуне зависи од износа нето трансакције. Законом из 1982. године на првих 2 милиона америчких долара се не плаћа обавезна резерва, а овај износ се сваке године рачуна по посебној формули која је дефинисана Законом. За првих 12,4 милиона долара стопа обавезне резерве је 0%, од 12,4-79,5 милиона долара стопа износи 3%, а за више од 79,5 милиона долара стопа обавезне резерве је 10%.⁷⁶

Обавезна резерва има и сигурносни аспект. Наиме, у кризним периодима када долази до банкротства великог броја банака или њиховог стечаја, повериоци добијају средства из стечајне масе, која може бити увећана за издвојени износ обавезних резерви. Зато није редак случај, већ готово и усвојено правило, да у условима ниског кредибилитета банкарског система и након банкарских криза се води политика високе стопе обавезне резерве, да би се повратило поверење штедиша у банкарски систем. Тако је у Црној Гори 2001. године стопа обавезне резерве на депозите по виђењу била 100%, а у Србији је износила 50%. Оваквој мери прибегавају земље које су у транзицији, земље у развоју, док у развијеним привредама се вршење ове функције (заштите депозита поверилаца) преузимају фондови за заштиту депозита. Политика обавезне резерве може представљати и скривени вид покрића буџетског дефицита. Централна банка Енглеске спада у групу ретких земаља које плаћају тржишну вредност каматне стопе, обзиром да је камата на обавезну резерву еквивалентна каматној стопи на државне. Када би централне банке других земаља примениле овакву политику, у потпуности би се елиминисао фискални аспект овог инструмента, тј. преливање акумулирања из банкарског система према буџету.

⁷⁶ Monetary Policy Tools, Board of Governors of Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bsd-monetary-policy-tools-201303.htm>, Accessed 15 March 2013.

1.3. Кредити централне банке пословним банкама

Решењу проблема ликвидности пословних банака се може приступити и путем њиховог кредитирања од стране централне банке. Есконтна стопа је класичан инструмент монетарног регулисања, и њена промена, у земљама у којима су кредити централне банке доминантан облик креирања примарног новца, може имати пресудан утицај на формирање каматних стопа у финансијском систему. Ипак, у земљама са развијеним тржишним односима, токови креирања новца се мало базирају на кредитима из примарне емисије. Кредити могу бити одобрени линеарно (све банке имају једнаке могућности приступа средствима, под истим условима) или селективно (у складу са циљевима економског развоја, одређују се приоритетне области, попут пољопривреде, развоја малих и средњих предузећа, или подстицање извозне производње). Каматне стопе се разликују од земље до земље, а у следећој табели су приказане каматне стопе које примењују централне банке одабраних земаља.

Табела 4: Кредитне каматне стопе изабраних централних банака у 2013. години

Држава	Каматна стопа (у %)
Систем федералних резерви	0,75 примарна кредитна стопа ⁷⁷ , 1,25 секундарна кредитна стопа
Европска централна банка	0,5 фиксна каматна стопа на главне операције рефинансирања
Банка Енглеске	0,5 (највећа је била 1985. године када је износила 12,0786)
Хрватска народна банка	6,25 (на ломбардне кредите)
Народна банка Србије	11,25
Централна банка Аустралије	2,75

Извор: Веб странице одабраних централних банака

Као што је приказано у табели, Народна банка Србије има највећу каматну стопу, чак 22 пута већу од каматне стопе коју примењује Европска централна банка. На другој страни, Народна банка Мађарске је понудила веома амбициозан план опоравка привреде, нудећи пословним банкама средства за финансирање малих и средњих предузећа, по каматној стопи од 0%. Цео пакет мера носи назив „Финансирање за раст“, а његова вредност износи 250 милијарди форинти. Према плановима централне банке, за мала и средња предузећа, коначна камата по којој ће позајмљивати средства преко комерцијалних банака, неће прелазити 2%. Иако се на први поглед овакав потез може означити револуционарним у покушају ревитализовања привреде, аналитичари упозоравају да предвиђена средства нису довољна за померање малих и средњих предузећа са почетне позиције.

Механизам утврђивања каматних стопа се разликује у зависности од примене монетарног режима, због разлика у институционалним карактеристикама. Уобичајен

⁷⁷ Примарна кредитна стопа је она каматна стопа по којој комерцијалне банке одобравају кредите својим најбољим клијентима.

принцип који се примењује у свим случајевима јесте да централна банка функционише као крајња инстанца. При том, пораст дисконтне стопе значиће за банке пораст њихових трошкова, који се мора поднети ако банке желе да одрже дати обим задужења код централне банке.⁷⁸

Систем федералних резерви одобрава три врсте кредита пословним банкама преко дисконтног шалтера, који су потпуно обезбеђени, и то:

- Примарни кредити су веома краткорочни, одобравају се банкама које имају проблема са ликвидношћу, до које може доћи услед нпр. привременог одлива депозита, па се очекује да ће се врло брзо и вратити. Овај кредит представља врсту трајно расположивог есконтног кредита, будући да солвентним банкама дозвољава неограничено задуживање,
- Секундарни кредити су намењени оним банкама које нису подобне за добијање примарних кредита, зато што имају озбиљније финансијске и проблеме ликвидности, с тога је каматна стопа од 1,25 % заправо казнена, и указује на лошију позицију банака које за њих аплицирају,
- Сезонски кредити су намењени релативно малим банкама, које имају сезонске флукуацију у погледу висине депозита у периодима годишњих одмора, као и оним банкама које учествују у финансирању пољопривреде. Каматна стопа на ову врсту кредита је везана за просечну каматну стопу на федералне фондове, и износи 0,15%.

Резултати бројних анализа показују да промене есконтне стопе централне банке немају статистички значајан директан ефекат на промене тржишне каматне стопе. Тржишта значајно реагују у оним ситуацијама када је есконтна стопа казнена. Тада је задуживање мало, па је директан ефекат занемарљив. Промена есконтне стопе такође може бити добар знак о правцима кретања монетарне политике. Њен раст наглашава повећану ригидност у вођењу монетарне политике, а њено смањење извесну релаксацију.

Поред поменутих инструмената, директивне мере централне банке представљају нетржишни инструмент монетарне политике. Употреба ових мера је некада била веома заступљена и то у земљама у развоју. Данас, због свог селективног и ригидног дејства, примењују се ретко, у случају већих поремећаја и исцрпљене употребе осталих инструмената. По правилу, њихова примена је фокусирана на краћи временски период, јер дужа употреба може довести до негативних ефеката у виду нарушавања конкуренције, тржишне алокације расположивих ресурса, појаву корупције, чиме се, уместо санирања већ постојећих проблема, јављају нови. Постоје две основне врсте директивних мера – квантитативне и квалитативне. Квантитативне директивне мере подразумевају лимитирање кредитних пласмана пословних банака (без обзира на њихов кредитни потенцијал) лимитирање каматних стопа које банке плаћају на

⁷⁸ Живковић А. и Кожегинац Г. (2006) Монетарна економија, Економски факултет, Београд, стр. 507.

одређене врсте депозита, лимитирање откупних цена хартија од вредности, селективно кредитирање (преусмеравање потрошачких или стамбених кредита у кредите усмерене на подстицање привредног развоја). Квалитативне директивне мере централне банке се односе на сугестије и упутства банкама, које се тичу подстицаја развоја приоритетних привредних грана или кориговање кредитне листе искључивањем одређене групе комитената. Посебна врста ових мера су морални апели централне банке пословним банкама, да се у жељи за максимирањем профита, ипак уздрже од повећања каматних стопа и великих кредитних активности. Сама природа ових мера указује да оне немају обавезујућа својства, али будући да смернице и упутства долазе од креатора монетарне политике, оглушивање о њихову примену може изазвати друге реакције централне банке (изненадне контроле пословања банака).

2. Режији монетарне политике

Према класификавији ММФ⁷⁹ као Режији монетарне политике се јављају: таргетирање девизног курса, таргетирање монетарних агрегата, таргетирање инфлације и остало (монетарна политика са имплицитним, али не и експлицитним сидром). Обзиром на значај који су поједини Режији монетарне политике имали и на њихову примену у различитим земљама, посебна пажња ће бити посвећена анализи прва три Режија.

2.1. Таргетирање девизног курса

Режим таргетирања девизног курса је у периоду транзиције једна од најчешће коришћених стратегија, при чему је девизни курс коришћен као номинално сидро. Таргетирање девизног курса подразумева фиксну вредност домаће валуте у односу на валуту државе сидра, тј. ниско инфлаторне државе попут САД или ЕМУ. Овај режим монетарне политике се не може применити у свим земљама, из разлога што за неке од њих не постоји земља чија би валута могла да послужи као номинално сидро. То је случај са САД, Јапаном и формираном ЕМУ, које у вођењу своје монетарне политике морају потражити друге стратегије. Иницијално, до 1983. године, ММФ је у свом годишњем извештају везаном за примену појединих девизних Режија, правио дистинкцију између фиксних и „осталих“ паритета. У периоду од 1983-1998. године званична класификација је садржала четири Режија (фиксни паритети у односу на поједине валуте, ограничена флексибилност, флексибилнији аранжмани и независно флукутирање). Знатно сложенија класификација се примењује од 1999. године:

- Девизни аранжман у ком земља остаје без свог законског средства плаћања,
- Валутни одбор,
- Конвенционални аранжмани фиксних паритета,
- Стабилизациони аранжмани,

⁷⁹ International Monetary Fond (2012) Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction, <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>, Accessed 18 March 2013.

- Покретни паритет,
- Пузајући девизни аранжман,
- Паритет девизног курса са хоризонталним коридором,
- Остали руковођени режими,
- Флукутирајући режим девизног курса,
- Слободно флукутирање.

Због раскорака између оног што земља тврди да спроводи и онога што заправо чини, проблем јасног разврставања земаља према имплементацији појединих режима девизног курса је веома сложен. Па ипак, према подацима ММФ из 2012. године, укупно 91 земља као режим монетарне политике користи таргетирање девизног курса, од тога 43 земље су везале своју валуту за амерички долар, 27 за евро, 13 за корпу валута и 8 за остале валуте, при чему највећи број земаља, према *de facto* класификацији, 43 земље као режим девизног курса користе конвенционални аранжман, затим 13 земаља девизни аранжман без законског средства плаћања, 12 земаља примењује валутни одбор, 9 земаља примењује стабилизациони аранжман, 2 земље као девизни аранжман користе покретни паритет, 5 пузајући девизни аранжман, у једној земљи се користи паритет девизног курса са хоризонталним коридором и у 6 земаља један од осталих руковођених режима.

Mishkin⁸⁰ истиче да коришћење девизног курса као номиналног сидра доприноси контролисању инфлације, везујући домаће цене међународно разменљивих добара за цене тих добара у земљи номиналног сидра, ублажавајући и потпуно уклањајући, инертне компоненте инфлације које се преливају у плате и цене добара која нису предмет међународне размене, и усмерава инфлаторна очекивања према онима која владају у земљи номиналног сидра. Друга предност је што доприноси смањењу и коначном елиминисању компоненте валутног ризика из висине домаће каматне стопе, смањујући трошкове владе и приватног сектора и побољшава изгледе за инвестирање, финансијско продубљивање и економски раст. Као додатна предност примене овог режима монетарне политике је да је јасан, једноставан и разумљив јавности. Обзиром да су јасно постављени циљеви које треба остварити, акције монетарних власти су такође јасне. Ако постоји опасност од смањења вредности домаће валуте, монетарна политика је рестриктивна, односно, уколико постоји опасност од њеног повећања, носиоци монетарне власти ће спроводити експанзивну монетарну политику. Обзиром на готово тренутну реакцију монетарних власти услед опасности угрожавања остварења дефинисаног циља, решава се проблем временске неконзистентности монетарне политике. На другој страни, као главни недостатак овог режима Mishkin истиче губитак независности у спровођењу монетарне политике. Његова примена, у условима отвореног тржишта капитала, подразумева блиску условљеност каматних стопа земље која га користи, висином каматних стопа земље чија се валута користи као

⁸⁰ Mishkin F. (2001) Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Case Studies from Latin America, rad prezentovan na seminaru Current Issues in Emerging Market Economies, pp. 1-35.

номинално сидро. На овај начин монетарне власти остају без важног инструмента у ситуацији када је земља погођена неком врстом шока (нпр. шокови на страни понуде). Док су год домаће цене и наднице ригидне, а тржишта несавршена и услед недостатка оптималног нивоа фискалне флексибилности, немогућност монетарне политике да одговори на шокове ће највероватније да изазове велике и дугорочне осцилације у нивоу инвестиција, бруто домаћем производу и запослености. Висина каматне стопе у држави која спроводи овај режим монетарне политике је условљена висином каматне стопе у земљи номиналног сидра, што је далеко од оптималног нивоа каматне стопе за дату земљу. Па ипак, губици би били мали једино за оне земље које су толико интегрисане са земљом чију валуту користе као номинално сидро, да су стопе инфлације и гекови у производњи високо корелирани, што је у пракси готово немогуће остварити, посебно имајући у виду коришћење САД као номиналног сидра. Такође, ниво новчане масе у земљи је ограничен растом новчане масе у земљи чија валута служи као номинално сидро. То условљава губитак спровођења монетарне политике независно од шокова у привреди земље номиналног сидра. Примена овог режима даје простор за разне врсте спекулативних активности. На девизном тржишту долази до повећане продаје домаће валуте, чиме спекуланти стичу брз и сигуран профит, а тим активностима само додатно врше притисак на депресијацију домаће валуте. Одбрана девизног курса кроз повећање краткорочних каматних стопа, се неповољно одражава на стање у билансима финансијских институција, као и шире, на пад привредне активности, са реперкусијама на ниво запослености. Такви напади изазивају још оштрију реакцију монетарних власти и даљи раст каматних стопа, а у коначном, уколико централна банка не успе да спречи наставак оваквих активности, долази до девалвације домаће валуте.

2.2. Таргетирање монетарних агрегата

Монетарно таргетирање подразумева употребу монетарних агрегата као посредног (интермедијарног) циља, преко кога се жели утицати на остварење крајње дефинисаног циља монетарне политике. Основа за прелазак на овај режим се налазила у потреби за преоријентацијом монетарне политике након слома бретонвудског система. Прелазак са фиксног на флексибилни девизни курс је пружио могућност централној банци да контролише количину новца и кредитну експанзију, уместо очувања стабилности девизног курса у односу на амерички долар. Фридман је 50-их година тврдио да је за стабилност цена потребна константна стопа монетарног раста (као посредни циљ) од 3-5% годишње. Земље које су примењивале овај режим монетарне политике нису се у пракси придржавале овог правила константне стопе раста монетарних агрегата, јер је доприносило константном, али спором економском расту, што ограниченом мандату креатора монетарне политике није одговарало. Привреду Немачке је седамдесетих година 20-ог века карактерисала макроекономска нестабилност, са снажним инфлаторним притисцима и неопходношћу за прављењем крупних промена у начину вођења монетарне политике. Решење је пронађено у таргетирању монетарних агрегата, и то од 1974-1983. године монетарног агрегата „central bank money“, који се састојао

из готовог новца у оптицају и депозита по виђењу, умањених за износ обавезних резерви. Од 1983. године се као таргетна варијабла користи монетарни агрегат М3, који обухвата новац небанкарског сектора, депозите по виђењу, орочене и штедне депозите. Све то је као резултат имало обарање стопе инфлације у том периоду са 7%, на ниво од 1-2%.⁸¹ Ипак, централна банка Немачке није користила константну стопу монетарног раста, већ је дозволила прекорачење циљне стопе раста монетарни агрегата у првих неколико година примене, да би касније ову стопу довела на жељени ниво. Још једна специфичност у примени овог режима на примеру немачке централне банке је што је као експлицитна таргетна величина дефинисан монетарни агрегат, али уз истовремено вођење стабилizacione политике девизног курса. Објављени годишњи монетарни таргети су ограничавали дискреционизам у вођењу монетарне политике и утицали на очекивања јавности о будућој инфлацији, што је довело до смањења трошкова везаних за грешке о очекиваној инфлацији.⁸² То је утицало на јачање кредибилитета централне банке, а самим тим и бољу реализацију предузетих акција у циљу сузбијања инфлације.

Крајем 20-ог века финансијске иновације су допринеле изузетном слабљењу повезаности између монетарног агрегата М3 и националног дохотка, што је био разлог да Велика Британија пређе на праћење кретања монетарне базе (М0). Да би се монетарно таргетирање применило као успешан режим, мора да постоји чврста и поуздана веза између одабраног монетарног агрегата и циљане варијабле. Уколико је та повезаност слаба, онда таргетирање монетарних агрегата неће произвести жељени исход, и неће допринети реализацији крајњих циљева, нити помоћи фиксирању инфлаторних очекивања.

Европска централна банка је решење пронашла у следећем: крајњи циљ, дефинисан као ценовна стабилност, тј. годишњи раст хармонизованог индекса потрошачких цена до 2%, оствариће се преко два основа. Први је монетарни – на основу претпоставки да ће раст БДП бити око 2% годишње, пад брзине оптицаја новца 0,5%, да ће раст цена пратити раст инфлације од 2%, планира се раст монетарног агрегата М3 од 4,5% (на основу квантитативне једначине новца). Уколико би посматрани монетарни агрегат М3 у неком тренутку премашио дати износ, то би био знак за ЕЦБ да преко инструмената, а то је висина краткорочне каматне стопе, утиче на смањење количине новца, и његово довођење у планиране оквире раста. Други основ утицаја на остварење крајњег циља је велики број индикатора будућег кретања цена, а то су ниво надница, цене обвезница, девизни курс, фискална политика тј. њени индикатори. Од свих ових варијабли, највећи утицај на висину инфлације у будућности има висина монетарног агрегата М3. ЕЦБ је формирана по узору на централну банку Немачке, а нека новија истраживања показују да је стратегија Бундесбанке била ближа инфлаторном таргетирању, јер је „циљала“ преко новчаног стока кога је утврђивала на основу поузданих података о инфлацији, односно, да је спроводила инфлаторно таргетирање све док је остварени новчани сток био изван циљног опсега. То је заправо значило да је преко монетарног исхода дефинисала циљ а не инструмент или посредну варијаблу, и да своју репутацију

⁸¹ Mishkin F. (2006) Monetary Policy Strategy: How did we get here? WP 12515, NBER, Cambridge, p. 10.

⁸² Ђуровић-Тодоровић Ј. и Ђорђевић М. (2011) Монетарна стратегија, Економски факултет, Ниш, стр.79.

није стекла зато што је таргетирања новчану масу, већ што је ниво инфлације држала на веома ниском нивоу.

Монетарно таргетирање је доведено у питање онда када је установљено да између количине новца и инфлације не постоји стабилан однос и да функција тражње новца није стабилна, што су потврдиле промене у монетарним агрегатима. То је изазвало проблеме и у развијеним земљама да преко каматних стопа одржавају монетарну стабилност, и у земљама са неконвертибилним валутама преко политике фиксног девизног курса. Па ипак, према подацима ММФ-а из 2012. године 29 земаља користи овај режим монетарне политике.

2.3. Таргетирање инфлације

Таргетирање инфлације је „најмлађи“ режим монетарне политике, који је први пут примењен 1990. године на Новом Зеланду. Међутим, већ следеће године, Канада почиње да примењује овај режим, 1992. године Велика Британија, а 1993. године Шведска и Финска. Потом су на исти режим прешле Аустралија и Шпанија (1994) а затим и Израел, Бразил и Чиле и данас се, према подацима ММФ из 2012. године, примењује у 32 државе. Главни елементи овог режима су:

- а) неопходност јавног саопштавања средњорочног таргета за инфлацију,
- б) обавеза дефинисања стабилности цена као примарног циља монетарне политике,
- ц) потпуна информисаност о свим варијаблама које су се користиле приликом доношења одлука, а не само о монетарним агрегатима,
- д) транспарентност стратегије монетарне политике и
- е) раст одговорности централне банке за остварење примарног циља.

Да би примена овог режима имала добре резултате и допринела остварењу дефинисаног циља, неопходно је да постоји висок степен независности централне банке. У највећем броју случајева, земље које су прихватиле овај режим, имају слободу избора инструмената за остваривање таргетиране стопе инфлације, али немају слободу избора таргета (избор таргета најчешће врши влада, парламент, или неки други изабрани политички орган). Инфлациони таргет не мора бити једнозначно дефинисан, у виду једног броја, већ се може представити и у виду интервала (зона флукуације, или зона флукуације са централним паритетом). Највећи број инфлаторних таргета се налази у интервалу од 1% - 4%, а виши таргети од 4% постоје само у неким земљама у развоју. Неопходно је дефинисати и временски период у коме треба да дође до остварења дефинисаног циља. На ово питање су у пракси одговори пружани на различите начине, јер се инфлациони таргет не може дефинисати једном заувек, обзиром на саму природу инфлације, која је под утицајем и непредвиђених шокова, али и временске неконзистентности предузетих мера и добијених ефеката. Уколико каматне стопе утичу на стопу инфлације тек након годину дана, онда би дефинисање

инфлаторног таргета за следећу годину обесмислило примену овог режима. Као оптималан временски рок би се могао узети онај у коме ће примењени инструменти монетарне политике почети да дају резултате. На самом почетку, централне банке Новог Зеланда и Канаде су користиле период од 18 месеци, Аустралија је прихватила период пословног циклуса, а у Великој Британији инфлаторни таргет може да се дефинише сваке године, или да се прилагоди фази циклуса.

Слично као и код режима монетарног таргетирања, овај режим омогућава монетарној политици да се фокусира на домаће захтеве и на апсорпцију шокова у домаћој економији. Инфлаторно таргетирање омогућава монетарним властима да користе више, а не само један монетарни агрегат у циљу реализације примарног циља и да, попут таргетирања девизног курса, транспарентно и јасно представе јавности таргетиране стопе, чиме се утиче на инфлаторна очекивања и понашање економских субјеката. Централне банке које примењују овај режим су у обавези да широкој јавности, учесницима на финансијском тржишту и представницима политичке власти у земљи представе циљеве и ограничења инфлаторног таргетирања, инфлационе таргете и начин њиховог детерминисања, начин остварења у датим околностима, као и разлоге било каквих одступања од дефинисаних таргета. Досадашње искуство земаља које су га примениле, показује да је ово веома успешна стратегија за сузбијање инфлације и инфлаторних очекивања. На другој страни, за разлику од монетарног таргетирања које је фокусирано на средњи или дуги рок, таргетирање инфлације је углавном фокусирано на краћи рок – уколико је процењена стопа инфлације виша или нижа од таргетиране, тада је неопходно повећати, односно смањити ниво краткорочних каматних стопа.

Примена овог режима монетарне политике, како наводи Mishkin⁸³, има неколико предности. Прво, као и у случају таргетирања монетарних агрегата, монетарне власти се приликом спровођења монетарне фокусирају на прилике у земљи, и у складу са насталим шокovima у домаћој привреди. Таргетирани ниво инфлације је јасно и прецизно дефинисан, и доступан јавности, при чему долази и до раста одговорности централне банке. Обзиром да је за његову примену нужна претпоставка независност у раду централне банке, она је онда у прилици да се одупре и евентуалним политичким притисцима за вођењем експанзивне монетарне политике, већ да се искључиво базира на сопственим проценама о неопходном инфлаторном кретању. Поред важности у одређивању максималног, горњег нивоа инфлације, веома је битно дефинисати и праг тј. ниво испод кога би даљи пад инфлације означио постојање негативних шокова у земљи и пад агрегатне тражње, а монетарне власти могу ублажити рестриктивност своје политике без бојазни да то може подстаћи инфлаторна очекивања.

Заблуде које се односе на овај режим монетарне политике би се могле свести на следеће. Као прво, како истиче Mishkin, таргетирање инфлације је оквир за вођење монетарне политике, не правило. Свака монетарна политика, уколико настоји да буде кохерентна и сврсисходна, је смештена у неке концептуалне оквире, само је питање

⁸³ Mishkin F. (2000) Inflation targeting in emergin market countries, NBER, WP 7618, pp. 1-12.

колико је тај концепт јасно дефинисан. Инфлаторно таргетирање, према речима Bernanke⁸⁴, пружа јединствен, кохерентан оквир за размишљање о изборима монетарне политике, уз укључивање јавности. Ако у том оквиру монетарна политика успева у остварењу циљева усмеравања инфлаторних очекивања, онда се и остварење крајњих циљева знатно олакшава. Али, вођење монетарне политике у оквиру овог режима, захтева подједнак увид и неопходне процене, као у оквиру било ког другог режима. Па ипак, инфлаторно таргетирање може бити посебно захтевно, јер је неопходно да креатори монетарне политике пажљиво дају јавности јасна, чињенично заснована и аналитичка објашњења својих акција. Друга заблуда се односи на схватање да се инфлаторно таргетирање искључиво базира на контроли инфлације, занемарујући циљеве раста и запослености. Неколико аутора прави разлику између „строгог“ инфлаторног таргетирања, код кога је једини циљ стабилност цена и „флексибилног“ инфлаторног таргетирања, у којем се поред тог циља, подједнако посвећује пажња и економском расту и запослености. Па ипак, ова разлика је можда могла бити уочљива на самом почетку, када су неке од централних банака истицале стабилност цена као једини циљ, а једна или две у пракси заиста и тежиле остварењу само тог циља. Данас, након неколико истраживања спроведених у централним банкама које примењују овај режим монетарне политике, према речима Bernanke, је потврђено и у теорији и у пракси, да се у њима примењује флексибилно инфлаторно таргетирање и да су циљеви економског раста и запослености такође на листи приоритета. И као последња заблуда коју наводи Bernanke, односи се на схватање да инфлаторно таргетирање није конзистентно са обавезом централне банке за одржањем финансијске стабилности. У прилог разбијању ове заблуде, он наводи САД као пример, при чему је главни задатак Система Федералних Резерви очување стабилности на финансијском тржишту и истиче да не види никакв сукоб између остварења тог циља и таргетирања инфлације. Чак се истиче да се у режиму инфлаторног таргетирања захтева очување финансијске стабилности у оквиру шире, макроекономске стабилности.

2.4. Остали режими монетарне политике

Трагетирање номиналног друштвеног производа је концепција која своје полазиште има у кејнзијанској теорији, која сматра да монетарна политика мора да узме у обзир и реалне варијабле, попут производње, запослености, инвестиција. Претпоставка од које се полази је да укупне флукуације номиналних величина које настају као резултат монетарне политике, имају утицај и на реални сектор. Заговорници овог режима монетарне политике сматрају да би таргетирање номиналног друштвеног производа по стопи која је једнака дугорочној просечној стопи раста реалног друштвеног производа увећаној за циљну стопу инфлације, омогућило кретање инфлације близу жељеног

⁸⁴ Bernanke B. (2003) A Perspective on Inflation Targeting, At the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, The Federal Reserve Board, Washington, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2003/20030325/default.htm>.

нивоа, уз смањење и ублажавање флукуација у цикличним кретањима.⁸⁵ Као главна предност у коришћењу номиналног друштвеног производа као таргта је његова уска повезаност са кретањем реалног друштвеног производа и инфлацијом. У кратком временском периоду, имајући на уму да је номинални друштвени производ једнак производу реалног друштвеног производа и нивоа цена, промене кретања номиналног друштвеног производа проузрукују сличне промене у кретању реалног друштвеног производа, са незнатним утицајем на ниво цена. Али, у дугом року, промене у кретању номиналног друштвеног производа су уско повезане са променама нивоа цена, са незнатним утицајем на реални друштвени производ. Обзиром да на дуги рок реални друштвени производ уједначено расте пратећи линију тренда, стопа инфлације ће се кретати тако да изједначи разлику раста номиналног друштвеног производа и реалног друштвеног производа (ако реални друштвени производ расте по стопи од 2%, централна банка би могла да постигне дугорочну циљану стопу инфлације од 2%, одржавајући раст номиналног друштвеног производа на нивоу од 4%). Обзиром да креатори монетарне политике немају директну контролу над номиналним друштвеним производом а имају потпуни утицај на кретање краткорочних каматних стопа, њиховим прилагођавањем (нпр. прилагођавањем есконтне каматне стопе) одржавају номинални друштвени производ у таргетираним оквирима. Заговорници таргетирања номиналног друштвеног производа управо ову везу између инструмената монетарне политике и номиналног друштвеног производа, коју сматрају поузданијум у односу на друге таргетиране варијабле, наводе као главну предност његове примене. Као друга предност примене овог режима се наводи спречавање таквих акција централне банке којима би се остварила краткорочна замена инфлације и незапослености, односно да се повећањем новчане масе повећа реални друштвени производ, али по цену увећане инфлације.

Како је већ истакнуто, овај режим своје полазиште има у кејнзијанској теорији, која истиче пасивну улогу монетарне политике. Имајући у виду нереалност ових претпоставки, овај режим монетарне политике у пракси није прихватила ни једна централна банка. Основни разлог је незнатан утицај креатора монетарне политике на формирање номиналног друштвеног производа, а поготово не у периоду од једне године, за коју се дефинише таргет. Концепт занемарује чињеницу да је формирање друштвеног производа више под утицајем фискалне, а не монетарне политике. Затим, овај режим монетарној политици одређује пасивну улогу да прати тражњу. Обзиром да је циљ креатора монетарне политике нижа дугорочна стопа инфлације, то захтева смањење циљне стопе номиналног друштвеног производа, а таква рестриктивна монетарна политика на кратак рок, доводи до смањења обима производње. Таргетирање номиналног друштвеног производа се заснива на прогнозама, које моги изазвати катастрофалне последице уколико су нереалне или базиране на погрешним претпоставкама.

⁸⁵ McCallum B. and Nelson E. (1999) Nominal income targeting in an open-economy model, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3) pp. 553-578.

Поред претходно описана три кључна режима монетарне политике која су пронашла своју примену у пракси централних банака великог броја земаља, постоји још један режим монетарне политике који је ММФ обухватио термином „остали режими“, а који подразумева монетарну политику са имплицитним номиналним сидром. Практика САД може да послужи као пример успешног вођења монетарне политике без коришћења експлицитно дефинисаног номиналног сидра, у виду девизног курса, монетарних агрегата или стопе инфлације. Без обзира што не постоји експлицитно објављен таргет монетарне политике, експлицитно сидро, доследност у спровођењу монетарне политике ипак постоји. Ова стратегија заправо подразумева имплицитно номинално сидро, у форми залагања Система федералних резерви за дугорочно контролисање инфлације. Без обзира што не постоји експлицитни таргет, ова стратегија подразумева и очекивано понашање, где се уз велики број информација из свих области, прате знаци о будућем кретању стопе инфлације, које у комбинацији са предузетим мерама монетарне политике, доприносе инфлаторном контролисању. Без обзира што велики број аутора истиче важност постојања експлицитног таргета, у виду стопе инфлације или монетарних агрегата, Систем федералних резерви је доказао да се и без постојања експлицитног таргета може смањити и контролисати ниво инфлације.

Као главне предности овог режима се наводе:

- а) независна монетарна политика која може да се ослони на домаће услове,
- б) вођење монетарне политике није условљено стабилношћу односа новца и инфлације и
- ц) успешна примена у САД.

Колико ово последње може да послужи као довољан услов за примену у другим земљама је дискутабилно, обзиром да успех сваког од поменутих режима зависи од пуно фактора, од којих се добар део односи на ситуацију у земљи, ниво економске развијености, степен отворености економије, стабилности валуте, положаја централне банке. Сви поменути режими монетарне политике и примери њихове успешне имплементације у појединим државама, треба да послуже у одабиру оптималног режима за сваку државу понаособ, уважавајући све њихове предности и недостатке, као и неопходност задовољења одређених претпоставки да би се могли очекивати добри резултати.

ДРУГИ ДЕО

ЕВРОПСКИ СИСТЕМ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА КАО ОРГАНСКА СПОНА ИЗМЕЂУ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ И НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ

Глава 4.

ЕВРОПСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО НОСИЛАЦ ЗАЈЕДНИЧКЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

1. Европски систем централних банака

Европски систем централних банака (ЕСЦБ) представља најсвеобухватнији систем на подручју Европске уније. Обзиром да нема својство правног лица главни актери су, имајући у виду остварени ниво интеграција на подручју Европске монетарне уније, Европска централна банка (ЕЦБ) и националне централне банке (НЦБ) земаља које су прихватиле евро као сопствену валуту⁸⁶. Ипак, Европски систем централних банака укључује и све националне централне банке земаља чланица Европске уније и настоји да изврши координацију међу свим институцијама Европске уније. Европском систему централних банака је поверена функција управљања евром, у координацији са поменутиим телима, који чине његово језгро под називом Евросистем. Према томе, Европски систем централних банака чине Евросистем (Европска централна банка и националне централне банке земаља које су прихватиле евро као сопствену валуту) и националне централне банке земаља чланица Европске уније које нису прихватиле евро, иако су испуњавале услове конвергенције (Велика Британија и Данска) као и оне које на путу евроинтеграција треба да прилагоде своју економску политику како би биле у могућности да постану чланице Европске монетарне уније.

Правни основ за јединствену монетарну политику се налази у Уговору Европске уније, Уговору о функционисању Европске уније, као и Статуту Европског система централних банака и Европске централне банке. Као што је већ истакнуто, Европски систем централних банака нема попут Европске централне банке својство правног лица, нема могућности самосталног деловања, нити сопствене органе одлучивања. Уместо тога, његови делови, Европска централна банка и националне централне банке су правна лица и актери задужени за спровођење монетарне политике на територији Европске монетарне уније. Ипак, у обављању својих послова делује у оквирима примарних циљева дефинисаних на нивоу Система који на тај начин, иако без правног статуса, представља институционални оквир деловања и органску везу између Европске централне банке и националних централних банака. На овај начин је обезбеђена централизација доношења одлука, као и обављање послова који су у надлежности Европског система централних банака, у координацији и конзистентно у складу са расподелом овлашћења и циљевима у оквиру система. Будући да су чланице Система и националне централне банке земаља у којима функционишу њихове националне валуте, нису укључене у обављање основних функција тог система. Да би се што јасније представило функционисање овог сложеног система, Управни савет ЕЦБ је новембра 1998. године усвојио назив Евросистем за Европску централну банку и националне централне банке које су прихватиле евро.

⁸⁶ Scheller H. (2006) History, Role and Functions, The European Central Bank, p. 41.

Као основни, економски и политички разлози одлуке да Систем, а не једна институција, буде задужен за функционисање нове валуте, евра, могу се навести следећи:

- Као прво, утврђивање јединствене централне банке за целу зону евра, тј. концентрисање послова централне банке на једном месту, не би било прихватљиво на политичкој основи,
- Евросистем је изграђен на начин да се ослања на искуство националних централних банака, чувајући њихово институционално уређење, инфраструктуру и оперативне способности и стручност, а националне централне банке настављају да обављају и неке задатке који нису везани за функционисање Евросистема,
- Имајући у виду широко географско подручје евро зоне, са свим разликама земаља чланица, као најприхватљивије решење је пружање могућности кредитним институцијама да приступе централним банкама у свакој од земаља чланица и да на бољи начин одговоре њиховим захтевима, уз уважавање специфичности сваке земље.

На овај начин је постигнуто решење које је прихватљиво и са економског и политичког становишта, уз уважавање националних и културних разлика земаља чланица. Уосталом, без обзира што све земље на свом путу европских интеграција морају извршити прилагођавање својих економских система и њихово усаглашавање са европским, разлике у њиховом историјском наслеђу и достигнутом нивоу економског развоја, указују на неопходност функционисања националних централних банака, које ће на најбољи начин помоћи у имплементацији одлука донетих на нивоу Евросистема.

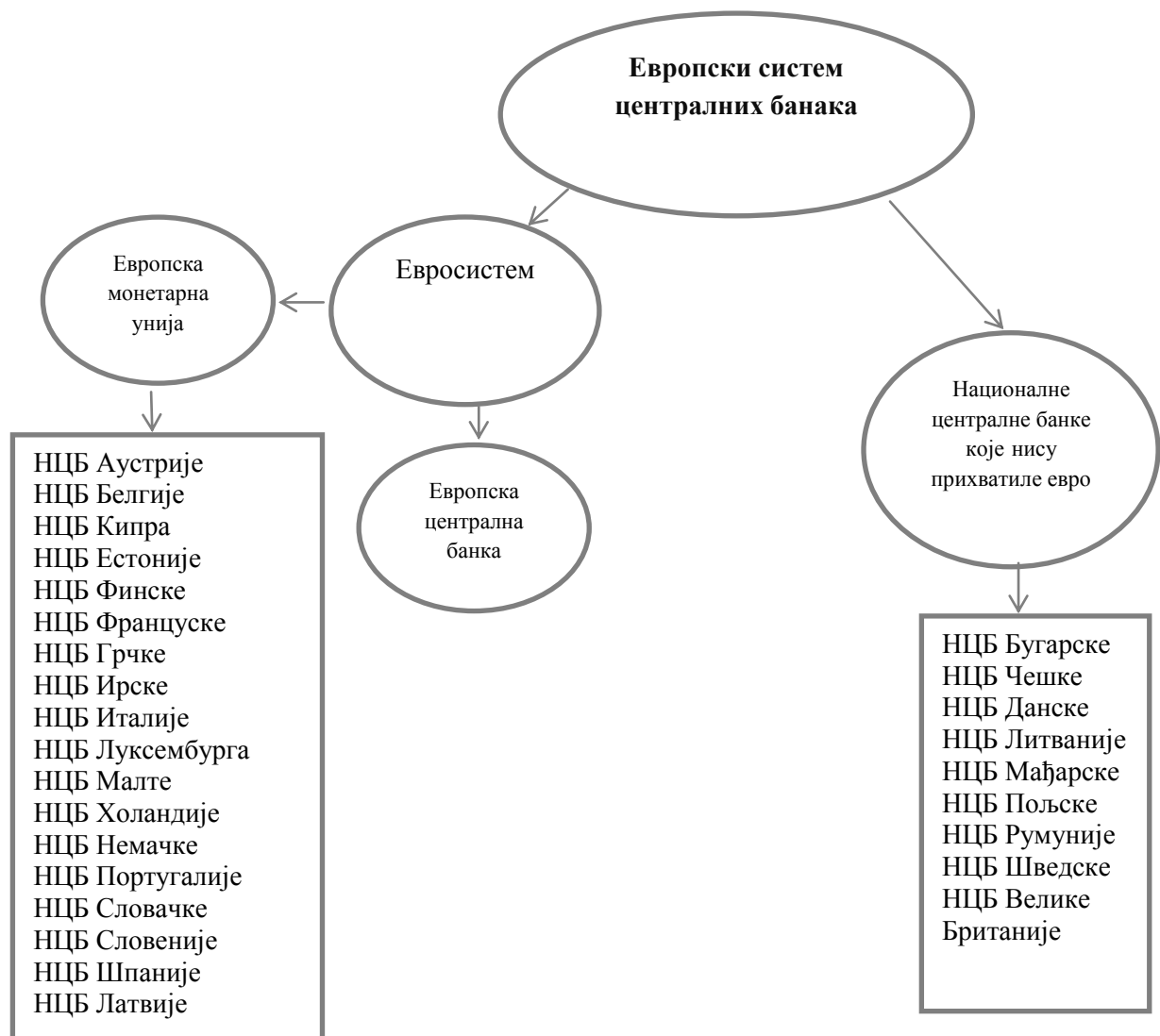
Члан 2. Протокола Статута Европског система централних банака и Статута Европске централне банке⁸⁷, као основни циљ Система дефинише одржавање ценовне стабилности. Без нарушавања овог основног циља, Систем треба да пружи подршку заједничкој економској политици и остварењу других циљева и то:

- Дефинисању и имплементацији монетарне политике,
- Спровођењу девизних операција у складу са одредбама Члана 111. Уговора,
- Чувању и управљању девизним резервама држава чланица,
- Обезбеђењу несметаног функционисања платних система.

На следећем графику је представљена организација Европског система централних банака, са националним централним банкама које улазе у његов састав. Чланство у Европској унији није ограничено бројем чланица, већ испуњењем дефинисаних економских критеријума и постизањем политичке сагласности о приступању, тако да је ова структура подложна промени, односно повећању броја земаља чланица.

⁸⁷ Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_statute_2.pdf.

График 2: Организација Европског система централних банака



Идеја о интензивнијој сарадњи и интеграцији европских земаља настала је након разорног дејства Француско-Пруских ратова (1870) и Првог светског рата (1914-1918) и потреби економског повезивања вековима разједињеног „старог континента“. По завршетку Првог светског рата, имајући у виду функционисање САД, аустријанац Калерги, оснивач паневропског покрета, је 1923. године предложио формирање Сједињених европских држава. Његова идеја је 28 година касније добила отелотворење у нешто другачијем облику, 1951. године, када је шест европских држава (Западна Немачка, Француска, Италија, Белгија, Холандија и Луксембург) потписало Париски споразум, чиме се означило оснивање Европске заједнице за угаљ и челик. Наиме, француски министар спољних послова Роберт Шуман (Robert Schuman) и познати француски економиста Жан Монет (Jean Monnet), годину дана раније су донели тзв. Шуманов план о оснивању Европске заједнице за угаљ и челик, односно, стављање целокупне француске и немачке производње угља и челика под јединствену управу. Планом је било замишљено да и друге европске државе могу приступити овој заједници. Шест година касније, у циљу проширивања сарадње, ових шест земаља је

потписало тзв. Римски уговор о оснивању Европске економске заједнице, а исте године је закључен и уговор о оснивању Заједнице за атомску енергију. Потписивање ових уговора је значило укидање царинских и других баријера, као и стварање заједничког тржишта, слободно кретање људи, капитала, роба и услуга, стварање јединственог тржишта и придруживање Заједници колонија и зависних подручја којима су управљале државе чланице. Нешто касније (1961) сарадња се проширује и на примену заједничке аграрне политике, а шест година након тога долази до интеграције претходно основаних заједница (Европске заједнице за угљ и челик, Европске економске заједнице и Заједнице за атомску енергију) чиме је створена организациона и административна целина и пружена могућност за стварање заједничких институција. Годину дана касније (1968) ових шест земаља чланица укидају међусобне трговачке баријере и усвајају заједничку царинску тарифну политику за робу која стиже из осталих земаља. Настанак царинске уније је појачао трговину међу земљама чланицама, али са друге стране смањио трговину земаља чланица са остатком света. Обзиром да је ефекат повећања међусобне трговине био већи од смањења обима трговине са остатком света, овако формирана царинска унија је имала позитиван развојни ефекат на своје чланице. Велика Британија, Данска и Ирска се 1973. године придружују Заједници и постају њене пуноправне чланице. Норвешка је остала изван Европске заједнице, јер се 53,5% грађана на референдуму изјаснило против. Грчка постаје чланица Заједнице јануара 1981. године, а 1986. године се придружују и Шпанија и Португалија.

Нови велики корак у институционалном ширењу и продубљивању интеграција био је стварање заједничког тржишта (јануара 1987. године ступа на снагу Јединствени европски акт који, уз значајну допуну оснивачких актова Европске заједнице у виду амандмана, већ у самом предговору истиче и основни циљ, а то је стварање Европске уније). Формирање заједничког тржишта је донело велике користи и то пре свега грађанима, јер је довело до повећања слободе избора, побољшања квалитета роба и услуга и пада њихових цена. Најкомпликованији корак у интеграционим процесима је био увођење заједничке валуте, а главни задатак Уговора из Маастрихта (Maastricht) 1992. године је управо био стварање заједничке валуте, али и да обезбеђење даљег напретка економске, монетарне и политичке уније. Ово је био круцијални тренутак у интеграцијама, јер подразумевао достизање и одржавање квантитативно дефинисаних најзначајнијих економских параметара, познатијих као критеријуми конвергенције (или маастрихтски критеријуми). У циљу јачања формиране заједнице, 1994. године се оснива Европски монетарни институт, претеча данашње Европске централне банке, али са много мање компетенција у својој надлежности. Потом је 1995. године уследило четврто проширење, када су се Заједници прикључиле још три земље – Аустрија, Шведска и Финска (Норвешка је и овога пута из истих разлога остала изван). У марту исте године на снагу ступа Шенгенски споразум о отвореним границама, што је довело до укидања граничне контроле између земаља које су потписале споразум, као и до повећања сарадње органа полицијске управе и судства. Децембра 1997. године започиње процес проширења Европске уније за укључење Кипра и 10 земаља источне Европе. Централну монетарну власт преузима Европска централна банка јануара 1999.

године, чиме се означава крај функционисања Европског монетарног института, као и до тада коришћене европске обрачунске јединице еки (euro currency unit, ECU) и почиње трећа фаза увођења евра, при чему 2002. године евро постаје законско средство плаћања у 12 земаља еврозоне. Две године након тога је уследило највеће проширење у историји Европске уније, уласком 10 земаља – Кипар, Чешка Република, Естонија, Мађарска, Литванија, Летонија, Малта, Пољска, Словачка Република и Словенија. Румунија и Бугарска постају 26. и 27. чланица Европске уније јануара 2007. године. Тако се ЕЕЗ од 6 чланица проширила на унију коју чини 27 земаља чланица, са тенденцијом даљег проширења (Хрватска је јула 2013. постала 28 чланица ЕУ, али су у раду коришћени подаци пре тог периода, када је ЕУ чинило 27 земаља). Све земље је ујединила заједничка жеља боље будућности и интензивније политичке и економске сардање. Основана Европска централна банка је преузела надлежности за вођење монетарне политике на подручју еврозоне, у име оних националних централних банака које су прихватиле евро као заједничку валуту.

2. Институционални и организациони аспекти Европске централне банке

Уговором Европске заједнице, Европска централна банка је основана као специјализована, независна институција, чија је основна функција вођење монетарне политике еврозоне. Као таква, Европска централна банка има правни субјективитет и органе који су задужени за формулисање и имплементацију монетарне политике на подручју земаља које су прихватиле евро као заједничку валуту. У основи, Европска централна банка је одговорна за:⁸⁸

- Дефинисање монетарне политике евросистема – Управни одбор је задужен за формулисање монетарне политике унутар еврозоне. Ово обухвата прецизирање стабилности цена, представљање начина анализе инфлаторног ризика, дефинисање инструмената за остварење циљева,
- Доношење одлука, координацију и праћење операција монетарне политике – Европска централна банка даје упутства националним централним банкама о детаљима захтеваних операција (вредност, време, датум) и проверава успешност њиховог спровођења,
- Усвајање законских аката – унутар јасно дефинисаних граница, доносиоци одлука имају овлашћење да доносе обавезујуће акте унутар еврозоне, као што су смернице и инструкције, како би се на тај начин осигурала адекватна имплементација децентрализованих активности од стране националних централних банака. Такође, у оквиру дефинисаних граница, органи управљања могу донети прописе и решења, који су обавезујући ван граница еврозоне,
- Одобрава емитовање новца – ово обухвата стратешко планирање и координацију штампања и емитовања евро новчаница. Осим тога, Европска

⁸⁸ Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_statute_2.pdf.

централна банка координира активностима истраживања и развоја у оквиру еврозоне и осигурава квалитет штампаних евро новчаница. Такође, унутар Европске централне банке постоји Центар за анализу фалсификовања новца, централна база података за фалсификоване евро новчаница, Међународни центар за сузбијање фалсификата који доприноси глобалној сарадњи централних банака на сузбијању фалсификовања, под поткровитељством гувернера групе Г10,

- Интервенисање на девизном тржишту – уколико је неопходно, те интервенције могу бити у сарадњи са националним централним банкама и оне обухватају куповину односно продају девиза,
- Обезбеђење функционисања платних система и контролу плаћања, као и функционисање целокупне инфраструктуре финансијских тржишта – под обезбеђењем функционисања платних система се подразумева трансфер новца унутар банкарског система. Европска централна банка делује као оператер Т2 система, компоненте ТЕРГЕТ 2 платног система за евро. Поред тога, Европска централна банка, заједно са националним централним банкама еврозоне обавља одређене послове надзора, паралелно са надзорном функцијом Европске централне банке, да би се обезбедила сигурност и ефикасност финансијског тржишта и инструмената плаћања, кроз праћење процена и, уколико је то потребно, вршење измена. Европска централна банка, у сарадњи са националним централним банкама, такође изазива промене на тржишту у циљу подстицања интеграције финансијских тржишта и хармонизације плаћања у еврима,
- Међународну и европску сарадњу – у циљу представљања сопствених погледа на међународном и европском нивоу, Европска централна банка учествује у састанцима разних међународних и европских форума. У децембру 1998. године, она је постала једина централна банка на свету која је добила статус посматрача у Међународном монетарном фонду и сада учествује на свим састанцима извршног одбора ММФ-а по питањима која се односе на економску и монетарну унију. Осим тога, Европска централна банка учествује на састанцима групе Г7, Г20 и Одбора за финансијску стабилност. На европском нивоу, председник Европске централне банке се редовно позива да присуствује састанцима еврогрупе, као и месечним неформалним састанцима министара финансија еврозоне. Такође, Европска централна банка може да учествује на састанцима Савета ЕУ, када год се расправља о циљевима и задацима унутар еврозоне,
- Извештавање – обавеза извештавања је утврђена Статутом Европског система централних банака (Члан 15). ЕЦБ саставља месечни извештај, усклађени недељни финансијски извештај за еврозону и годишњи извештај,
- Праћење финансијских ризика – ово подразумева процену ризика хартија од вредности и то како оних купљених у циљу улагања сопствених средстава ЕЦБ и девизних резерви, тако и оних хартија од вредности које су прихваћене као колатерал у кредитним операцијама унутар еврозоне,

- Саветодавна функција за институције уније и представнике националних власти – Европска централна банка „усваја“ мишљење о нацрту Европске уније и националног законодавства, који се тиче подручја деловања Европске централне банке,
- Покретање информационо-телекомуникационих система – Европска централна банка и националне централне банке су успоставиле низ заједничких операционих система, како би се процес децентрализованих активности учинио што лакшим. Ови системи обезбеђују логистичку подршку функционалном интегритету евростема. Ови системи обухватају информационе системе, апликације и процедуре. Они су организовани на принципу „чвор-краци“ („hub-and-spokes“) при чему се чвор (седиште) налази у Европској централној банци,
- Стратешко и операционо управљање девизним резервама Европске централне банке – ово подразумева дефинисање прихватљивог ризика повраћаја дугорочних девизних средстава (стратешки приступ алокацији средстава) управљање ризиком у преовлађујућим тржишним условима (операциони (тактички) приступ) и постављање смерница за инвестиције и целокупан оперативни оквир.

Националне централне банке, као активни учесници евростема, који почива на принципима децентрализације, обављају готово све оперативне задатке евростема, у складу са одлукама донетим од стране Управног одбора Европске централне банке. Имајући то у виду, националне централне банке су одговорне за:

- Имплементацију монетарне политике – ово заправо значи да националне централне банке обављају стварне трансакције, као што су снабдевање комерцијалних банака неопходном количином новца,
- Оперативно управљање девизним резервама Европске централне банке – ово укључује извршење и салдирање трансакција које се тичу улагања девизних резерви Европске централне банке на тржишту,
- Управљање сопственим девизним резервама – планиране активности националних централних банака у овом подручју морају претходно бити одобрене од стране Европске централне банке, уколико такве трансакције могу угрозити девизни курс или услове ликвидности домаћег система и уколико оне прелазе одређене границе прецизиране смерницама које дефинише Европска централна банка. Циљ је заправо осигурање конзистентности монетарне и девизне политике Европске централне банке,
- Функционисање и надзор инфраструктуре финансијских тржишта и инструмената плаћања – националне централне банке делују као оператер националног TARGET 2 система, платног система за евро и одговарајуће домаће кориснике уколико су у прилици да учествују у овом систему. Неке од националних централних банака учествују и у систему поравнања хартија од вредности. Осим тога, оне су укључене и у надзор функционисања финансијских тржишта,

- Емитовање новца, заједно са Европском централном банком – националне централне банке и Европска централна банка учествују у емисији евро новчаница. Све новчанице се пуштају у оптицај преко националних централних банака, које примају захтеве за додатном количином евро новчаница преко налога за производњу и управљање системом залиха у еврозони. Све активности су координиране од стране Европске централне банке, тако да националне централне банке предузимају мере како би се достигао висок квалитет новчаница које се налазе у оптицају и баве се анализом фалсификовања новчаница,
- Прикупљање статистичких података и пружање помоћи Европској централној банци – Европска централна банка захтева широк спектар економских и финансијских показатеља за подршку спровођењу монетарне политике и испуњењу осталих задатака евосистема. Главно подручје у коме националне централне банке помажу у прикупљању података од националних финансијских институција су: а) новац, банкарски систем и финансијско тржиште, б) статистика платног биланса и међународних средстава евосистема и ц) финансијски рачуни,
- Вршење функција изван Европског система централних банака – националне централне банке такође могу вршити и друге функције осим оних прецизираних Статутом, осим уколико Управни одбор не утврди, са две трећине гласова, да је обављање тих активности у супротности са основним циљевима и задацима Европског система централних банака.

Основни органи управљања Европске централне банке су Управни савет (Governing Council) Извршни одбор (Executive Board) и Општи савет (General Council). Најважнији орган управљања Европском централном банком и Европским системом централних банака је Управни савет, зато што он дефинише општа начела монетарне политике Система, формулише конкретну монетарну политику, утврђује висину есконтне стопе, висину девизних резерви итд. Њега чине 6 чланова Извршног одбора и гувернери националних централних банака које су усвојиле евро. Главни задаци Управног савета су⁸⁹:

- Формулисање монетарне политике еврозоне, доношење неопходних одлука, као и смерница за њену имплементацију,
- Доношење прописа, који могу бити укључени, од стране Европске централне банке у примену Споразума, или делегације Савета Европске уније,
- Служи као друга и последња инстанца у процесу жалби трећих лица на одлуке донете од стране Извршног одбора Европске централне банке,
- Издавање смерница националним централним банкама у вези са пословима девизних резерви и трансакција са земљама еврозоне,

⁸⁹ Scheller H. (2006) The European Central Bank, History, Role and Functions, The European Central Bank, Frankfurt, p. 51.

- Предузима неопходне кораке ради осигурања усаглашености са смерницама и инструкцијама Европске централне банке и дефинише све неопходне податке који треба да буду достављени од стране националних централних банака,
- Право предузимања иницијативе у вези са законодавством Уније и вршење саветодавне улоге Европске централне банке,
- Контролише и одобрава емисију и обим кованог новца унутар еврозоне,
- Утврђује правила која су неопходна за стандардизацију рачуноводствених операција и извештаја које припремају националне централне банке,
- Усваја правила којима се регулише расподела новчаног прилива међу националним централним банкама које су чланице еврозоне и
- Усваја годишњи извештај Европске централне банке.

Извршни одбор је задужен за имплементацију одлука Управног савета. Чине га председник Европске централне банке, потпредседник и четири члана. Председник Извршног одбора је уједно и председник Европске централне банке. Мандат чланова Извршног одбора траје осам година, без могућности поновног избора. Иако је Управни савет врховни орган монетарне политике, ипак, у пракси, најзначајнији део Европског система централних банака чини управо Извршни одбор. Његови чланови уживају велику личну, институционалну и политичку независност, како у односу на тела Уније, тако и у односу на тела националних држава, као и свих осталих група, организација, појединаца. Оно што представља основу моћи и снагу Извршног одбора је и чињеница да његових шест чланова у Управном савету, и само они, увек имају право „један човек, један глас“ и да, уколико је исход гласања у Управном савету нерешен, побеђује она страна на којој је председник Извршног одбора. Сви његови чланови су признатог угледа и професионалног искуства у области монетарне политике или банкарства. Бирају се квалификованом већином гласова влада земаља које су чланице еврозоне (председници држава или влада) на препоруку Савета Европске уније након консултација са Европским парламентом и Управним саветом Европске централне банке. Као члан Извршног одбора, председник Европске централне банке има посебан статус и врши одрешене функције које су искључиво у његовој надлежности: председава састанцима Управног савета, Општег савета и Извршног одбора Европске централне банке; представља Европску централну банку у односу са трећим лицима; представља годишњи извештај Европске централне банке Савету Европске уније и Европском парламенту. Осим тога, председник је позван да учествује на састанцима Савета Европске уније на којима се разматрају питања у вези са циљевима и задацима еврозоне. Такође, председник се позива на састанке еврогрупе, неформалне групе коју чине министри финансија и економије еврозоне. Основни задаци Извршног одбора су:

- Припремање састанака са Управним одбором,
- Имплементација монетарне политике унутар еврозоне, у складу са смерницама и одлукама донетим од стране Управног одбора и у складу са тим, давање неопходних инструкција националним централним банкама,
- Свакодневно управљање пословима Европске централне банке,

- Поседује овлашћења, укључујући и регулаторна овлашћења, која су му додељена од стране Управног одбора.

Општи савет је трећи орган управљања Европском централном банком. Чине га председник и потпредседник Европске централне банке, као и гувернери (председници) националних централних банака свих 27 земаља чланица Европске уније. Састанци се обично одржавају једном у три месеца. Одлуке се доносе простом већином гласова, осим уколико није другачије предвиђено Статутом Европског система централних банака. Председник Европске централне банке обавештава Општи савет о свим одлукама донетим од стране Управног одбора. У складу са Статутом Европског система централних банака, Општи савет ће постојати само док постоје државе чланице Европске уније које нису усвојиле евро као националну валуту. Имајући то на уму, Општи савет се може сматрати неком врстом „прелазног органа управљања“, обзиром да је преузео неке задатке од Европског монетарног института које Европска централна банка мора обављати да би се реализовала трећа фаза европске и монетарне уније, будући да постоје земље које својевољно нису прихватиле евро, или пак не испуњавају критеријуме уласка у еврозону. Главни задаци Општег савета су:

- Извештавање о прогресу у испуњењу критеријума конвергенције земаља које нису још увек прихватиле евро,
- Пружање савета у припреми за примену фиксног девизног курса земљама које нису чланице еврозоне,
- Праћење функционисања механизма девизног курса (Exchange Rate Mechanism II (ERM II)) и одрживост билатералних односа између сваке валуте земље која није чланица еврозоне и евра,
- Служи као форум за координацију монетарне и девизне политике Европске уније,
- Управљање процесима интервенисања и финансирања механизма девизних курсева,
- Даје допринос појединим активностима, као што је саветодавна функција Европске централне банке и
- Прикупља статистичке податке.

Поред тога, Општи савет такође учествује у консултацијама о променама рачуноводствених и финансијских извештаја, утврђивању кључа расподеле капитала Европске централне банке, као и условима запошљавања особља Европске централне банке.

Капитал Европске централне банке се састоји од капитала националних централних банака свих чланица Европске уније. Према подацима из децембра 2010. године, укупан капитал Европске централне банке је износио близу једанаест милијарди евра (10.760.652.402,58). Националне централне банке учествују у капиталу у складу са уделом земље у укупној популацији и бруто домаћем производу Европске уније. Ова два показатеља имају исту тежину, тј. исти значај. Европска централна банка

прилагођава удео на сваких пет година и сваки пут када нова земља постане чланица Европске уније. Прилагођавање се врши у складу са подацима обезбеђеним од стране Европске комисије. Од почетка трећа фазе европске и монетарне уније јануара 1999. године, кључ по коме се мери удео у капиталу је промењен 4 пута: петогодишња измена је извршена 1. јануара 2004. године и поново 1. јануара 2009. године. Додатне измене су извршене 1. маја 2004. године (услед прикључења 10 нових земаља Европској унији) и 1. јануара 2007. године (када су још две земље приступиле Унији).

Према подацима који важе од 29. децембра 2010. године, Европска централна банка је повећала акцијски капитал са 5,76 милијарди евра на 10,76 милијарди евра. Договорено је да ће националне централне банке еврозоне плаћати додатне износе капитала у три дела. Први и други део су биле у обавези да уплате до 29. децембра 2010. године, односно 28. децембра 2011. године редом, док је последњи део требао да буде уплаћен до 27. децембра 2012. године. У складу са тим, капитал Европске централне банке уплаћен од стране националних централних банака је износио 7,53 милијарде евра, а какво је учешће националних централних банака у том износу је приказано у следећој табели.

Табела 5: Учешће националних централних банака еврозоне у капиталу Европске централне банке

Националне централне банке	Кључ расподеле капитала (у %)	Уплаћени капитал (у еврима)
Централна банка Белгије	2,4256	261.010.384,68
Немачка централна банка	18,9373	2.037.777.027,43
Централна банка Естоније	0,1790	19.261.567,80
Централна банка Ирске	1,1107	119.518.566,24
Централна банка Грчке	1,9649	211.436.059,06
Централна банка Шпаније	8,3040	893.564.575,51
Централна банка Француске	14,2212	1.530.293.899,48
Централна банка Италије	12,4966	1.344.715.688,14
Централна банка Кипра	0,1369	14.731.333,14
Централна банка Луксембурга	0,1747	18.798.859,75
Централна банка Малте	0,0632	6.800.732,32
Централна банка Холандије	3,9882	429.156.339,12
Централна банка Аустрије	1,9417	208.939.587,70
Централна банка Португалије	1,7504	188.354.459,65
Централна банка Словеније	0,3288	35.381.025,10
Централна банка Словачке	0,6934	74.614.363,76
Централна банка Финске	1,2539	134.927.820,48
Укупно	69,9705	7.529.282.289,35

*Извор: European Central bank, Capital subscription,
<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>, Accessed 12 October 2013.*

Нето добит Европске централне банке се преноси према следећем редоследу:

- износ који одређује Управни одбор, који не може бити већи од 20% нето профита, се преноси на Општи резервни фонд до границе једнаке 100% износу капитала,
- преостали износ добити се уплаћује акционарима, сразмерно износу уплаћених акција.

У случају губитка који може настати, тај недостајући износ може бити покривен из средстава Општег резервног фонда Европске централне банке и уколико је то неопходно, након одлуке Управног одбор, на рачун новчаног прилива у одговарајућој години, пропорционално количини планираних средстава за националне централне банке, у складу са Чланом 32 Статута.

И десет земаља чланица Европске уније које нису чланице еврозоне, морају да учествују у покривању оперативних трошкова Европске централне банке које се односи на њихово учешће у Европском систему централних банака, плаћајући мали проценат њиховог учешћа у капиталу Европске централне банке. Од децембра 2010. године, њихове уплате су износиле 3,75% укупног учешћа у основном капиталу. Укупан износ капитала који је уплаћен од стране земаља које нису чланице еврозоне износио је 121,18 милијарди евра (децембар 2012. године) а учешће појединих земаља у овом износу је представљено у следећој табели.

Табела 8: Учешће националних централних банака које нису чланице еврозоне, у капиталу Европске централне банке

Националне централне банке	Кључ расподеле капитала (у %)	Уплаћени капитал (у еврима)
Централна банка Бугарске	0,8686	3.505.013,50
Централна банка Чешке	1,4472	5.839.806,06
Централна банка Данске	1,4835	5.986.285,44
Централна банка Латвије	0,2837	1.144.798,91
Централна банка Литваније	0,4256	1.717.400,12
Централна банка Мађарске	1,3856	5.591.234,99
Централна банка Пољске	4,8954	19.754.136,66
Централна банка Румуније	2,4645	9.944.860,44
Централна банка Шведске	2,2582	9.112.389,47
Централна банка Енглеске	14,5172	58.580.453,65
Укупно	30,0295	121.176.379,25

Извор: European Central bank, Capital subscription,
<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>, Accessed 12 October 2013.

Ових десет земаља које су чланице Европске уније, али нису чланице еврозоне, не учествују у расподели профита, али зато нису одговорне и не учествују у покривању губитака Европске централне банке.

3. Стратегија монетарне политике Европске централне банке

Одржавање ценовне стабилности је примарни циљ монетарне политике која се спроводи унутар еврозоне. Као такав, примарни циљ је дефинисан у Уговору о функционисању Европске уније, Чланом 127 (1) где се као нумеричка вредност наводи стопа инфлације од 2%. Оно што се као додатни циљ монетарне политике еврозоне истиче је пружање подршке општој економској политици Уније остварењу циљева, што укључује пуну запосленост и одрживи раст, без угрожавања примарног циља. Овај циљ је дефинисан имајући у виду значај који стабилност цена има за привредни раст и у Уговору је јасно прецизирано да ће монетарна политика испуњењем овог циља, дати највећи допринос за постизање повољног привредног амбијента и високог нивоа запослености. Следећи графици показују кретање стопе раста друштвеног производа и стопе инфлације еврозоне, у поређењу са њиховим кретањем у САД, Јапану и Великој Британији. приказује кретање главних компоненти које утичу на стопу инфлације и којима се утиче на њено смањење.

График 3: Раст друштвеног производа
(кварталне промене)

— Еврозона — Јапан - - - - - САД

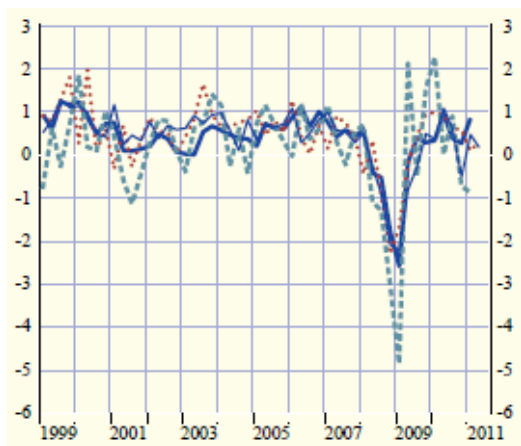
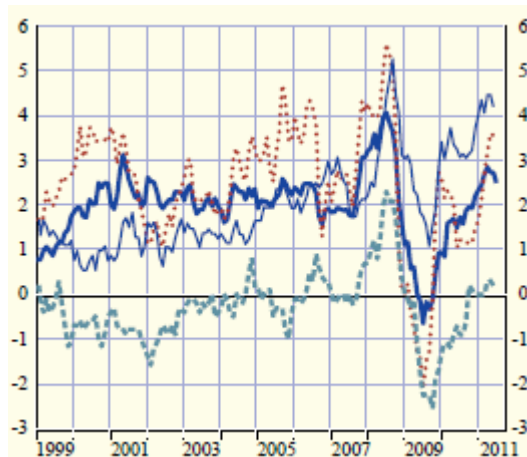


График 4: Стопе инфлације
(годишње промене)

— Велика Британија



Извор: European Central Bank (2011) Monthly Bulletin, August, p. 10.

Стратегија монетарне политике Европске централне банке пружа свеобухватан оквир за вођење монетарне политике, унутар кога се доносе одлуке о кретању и висини краткорочних каматних стопа. Она се заснива на општим принципима који превасходно служе обезбеђењу услова за успешно вођење монетарне политике. Управни савет Европске централне банке утиче на ниво краткорочних каматних стопа

како би се одржавала стабилност цена у средњем року. Да би то могло да се оствари, Управни савет треба да:

- Анализира и тумачи кретање главних економских параметара,
- Анализира њихов утицај на изазивање ризика одржавања ценовне стабилности и будућности и
- Води рачуна о утицају одлука донетих у оквиру монетарне политике на стање у економији.

Централна банка се константно суочава са високим нивоом неизвесности у погледу природе и величине економских шокова. Стање у економији је под утицајем непредвиђених екстерних шокова, као што су промене цене нафте или технолошке иновације. Ово на различите начине може утицати на стање у привреди. Адекватност монетарне политике која у фокусу има стабилност цена, зависи од околности у којима делују носиоци монетарне власти. На пример, деловање монетарне политике у случају раста цене нафте ће бити другачије у односу на оно које се захтева у случају пада тражње. Такође, треба узети у обзир и то да ли је раст цене нафте привремен или дуготрајан, затим постојање и јачину везе међу макроекономским варијаблама и дејство трансмисионог механизма на економију. Како је већ истакнуто, стратегија монетарне политике Европске централне банке се заснива на следећим општим принципима:

- Очувању функционисања трансмисионог механизма – правилно функционисање новчаног тржишта је кључно за трансмисију политике каматних стопа коју спроводи Европска централна банка. Његово нефункционисање може ослабити способност монетарне политике за остварење примарног циља преко подешавања висине каматне стопе. Велика финансијска криза је показала да дејство трансмисионог механизма може бити ослабљено у случају већих финансијских турбуленција. Да би обезбедила потпуно функционисање трансмисионог механизма и остварење стабилности цена на средњи рок, централна банка можда буде принуђена да уведе неке нестандартне мере монетарне политике, односно да интервенише у циљу одржања ликвидности и тиме појачала дејство политике каматне стопе и повећања кредитних токова,
- Да је у стању да предвиђа – захваљујући временском кашњењу у трансмисионом процесу, промене у монетарној политици данас ће имати утицај на ниво цена након неколико квартала или година. То подразумева да централна банка треба да дефинише монетарну политику у садашњости, са предвидим ефектима на стабилност цена у будућности,
- Фокусирање на средњи рок – монетарна политика треба да има средњорочну оријентацију, како би се избегло увођење нестабилности у реалну економију. Управо временско кашњење у трансмисионом механизму онемогућава централној банци да у кратком року ублажи дејство непредвиђених шокова на

ниво цена (као нпр. промене у ценама међународних добара). Стога су краткорочне осцилације инфлације неизбежне. Осим тога, трансмисиони механизам је веома сложен и увек постоји велики степен неизвесности по питању ефеката монетарне политике,

- Инфлаторна очекивања као номинално сидро – монетарна политика је знатно ефикаснија уколико користи инфлаторна очекивања као чврсто сидро. У том смислу, веома је важно да централна банка прецизира своје циљеве, пажљиво их уклопи у конзистентан и систематичан метод спровођења монетарне политике и саопштава јасно и отворено одлуке и акције које предузима,
- Да има широк обухват - као и у случају било које друге централне банке, Европска централна банка је суочена са великом неизвесношћу у погледу поузданости економских индикатора, структуре економије еврозоне и између осталог, трансмисионог механизма монетарне политике. С тога, успешна монетарна политика мора да буде свеобухватна и да садржи све релевантне информације, а користећи неколико различитих приступа и модела да допринесе разумевању фактора који су носиоци економског развоја.⁹⁰

Стратегија монетарне политике у еврозони је базирана на два стуба (носиоца) монетарне политике. Први је монетарни и у њему се као циљна величина одређује стопа монетарног раста. Унутар другог стуба се одређују бројне варијабле које служе за предвиђање будућег кретања инфлације, као што су девизни курс, ниво зарада, цене обвезница, ценовни и трошковни индикатори, параметри фискалне политике, извештаји о потрошњи. На основу свих ових показатеља, Управни савет процењује ниво ризика нарушавања ценовне стабилности, узимајући у обзир и нехармонизовану статистичку презентацију националних података. Овај „двостубни“ приступ у вођењу монетарне политике је осмишљен да се не би превидела ни једна релевантна информација у процени ризика стабилности цена и да би се унакрсном провером информација из различитих перспектива обезбедила што прецизнија процена ризика.

У оквиру монетарне анализе, посебна пажња је посвећена кретању кључних монетарних индикатора који се прате на редовној основи. Анализа се ослања на уску повезаност монетарног раста и инфлације и то како у средњем, тако и у дугом року, што даје подршку средњорочној оријентацији циљева монетарне политике Европске централне банке. У одабиру монетарног агрегата који служи као репер у процени монетарних кретања и процесима поређења у различитим временским интервалима, Европска централна банка је објавила референтну вредност за широки монетарни агрегат М3. Та референтна вредност се заправо односи на стопу раста монетарног агрегата М3 за коју се сматра да је компатибилна са стабилношћу цена у средњем року. Монетарни агрегат М3 обухвата новац у оптицају, преконоћне депозите, депозите орочене на период до две године, депозити који се могу откупити у року од три месеца, репо трансакције, краткорочне хартије од вредности, као и дужничке хартије од вредности са рочношћу до две године, и његова референтна вредност износи 4,5%.

⁹⁰ European Central Bank (2011) The Monetary Policy of the ECB, European Central Bank, pp. 62-64.

Табела 6: Обухват монетарних агрегата у еврозони

	M1	M2	M3
Новац у оптицају	X	X	X
Преконоћни депозити	X	X	X
Орочени депозити, са рочношћу до две године		X	X
Депозити са могућношћу откупа у року до три месеца		X	X
Репо трансакције			X
Хартије од вредности новчаног тржишта			X
Дужничке хартије од вредности са рочношћу до две године			X

Извор: European Central Bank, Monetary Analysis,
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/monan/html/index.en.html>, Accessed 17 October 2013.

Економска анализа је оријентисана на стварне финансијске услове у привреди и активности које у складу са њима треба предузети. Са аспекта дејства понуде и тражње, она се усредсређује на текућа економска и финансијска кретања и редовно прати и оцењује кретање у укупном друштвеном производу, тражњи и условима на тржишту рада, индикаторе цена и трошкова, фискалну политику и платни биланс еврозоне. Макроекономске пројекције унутар еврозоне играју веома важну улогу у економској анализи, јер доприносе систематизацији и адекватном структурирању огромне количине економских показатеља добијених из различитих извора. Зато те пројекције служе за прецизније процене будућих економских кретања и инфлаторних флукуација. Нпр. информације које се односе на кретања цена имовине (активе) и финансисјских приноса се користе за процену инфлаторних очекивања на финансијским тржиштима. Инструменти монетарне политике које користи Европска централна банка су:

- Операције на отвореном тржишту,
- Сталне олакшице,
- Обавезна резерва.

Најважнији инструмент који Евросистему стоји на располагању су репо трансакције, које су базиране на могућности уговора о рекуповини или зајмова на бази колатерала. Поред орочених које се користе и у циљу регулисања нивоа ликвидности банкарског система, висине каматне стопе, користе се и трајне трансакције, издавање дужничких сертификата, девизних свопова и прикупљање орочених депозита. Операције на отвореном тржишту су инициране од стране Европске централне банке, која одлучује о типовима операција, као и начину њиховог спровођења – путем стандардних тендера, брзих тендера или билатералних процедура. Операције на отвореном тржишту могу да се разликују у погледу циља, регуларности и процедуре:

- Главне операције рефинансирања су регуларне репо трансакције обезбеђења ликвидности са рочношћу од једне недеље. Ове операције обављају националне централне банке, путем стандардних тендера и према унапред утврђеном распореду. Ове операције имају кључну улогу у испуњавању циљева операција на отвореном тржишту Евросистема и њима се обезбеђује највећи део рефинансирања финансијског сектора,
- Дугорочне операције рефинансирања представљају репо трансакције обезбеђења ликвидности, које се спроводе месечно, са рочношћу од три месеца, али је могућа и дужа рочност од 6, 12 или 36 месеци. Ове операције обављају Националне централне банке, путем стандардних тендера и према унапред утврђеном распореду. По правилу, овим операцијама се не шаљу сигнали тржишту и због тога обично висину каматне стопе утврђује Евросистем. У неким случајевима и под посебним тржишним околностима, Европска централна банка такође спроводи дугорочне операције рефинансирања по фиксној стопи (Евросистем не одређује каматну стопу),
- Операције финог регулисања се могу извршити од случаја до случаја, у циљу управљања ликвидношћу и усмеравања каматних стопа. Заправо, оне имају за циљ да апсорбују утицај неочекиваних флукуација у ликвидности на каматне стопе. Оне се примарно спроводе као репо операције, али се такође могу користити трајне трансакције, девизни свопови и орочени депозити. Ове операције обављају националне централне банке, путем стандардних тендера и према унапред утврђеном распореду. Евросистем може ограничити број учесника у операцијама финог подешавања,
- Структурне операције могу бити извођене од стране Евросистема кроз репотрансакције, трајне трансакције и издавање дужничких сертификата. Ове операције се спроводе увек када Европска централна банка жели да прилагоди структурну позицију Евросистема финансијском сектору. Репотрансакције и издавање дужничких инструмената обављају националне централне банке, а структурне операције у виду трајних трансакција ће бити извршене путем билатералних процедура.

Кредитне и депозитне олакшице или сталне олакшице имају за циљ апсорпцију ликвидности, указују на општу монетарну политику и ограничења преконоћне каматне стопе на тржишту. Постоје две врсте сталних олакшица и обе категорије имају преконоћни рок доспећа:

- Позајмљивање по маргиналној стопи – комитенти могу користити позајмицу по најнижој (маргиналној) каматној стопи како би одржали преконоћну ликвидност од националних централних банака. Ова каматна стопа обично представља горњу границу преконоћних тржишних каматних стопа и
- Депозитна средства – комитенти могу користити средства депозита од Националних централних банака како би обезбедили преконоћна депозитна

средства. Каматне стопе су у обема категоријама неповољније од тржишних, и банке их користе само када немају другу алтернативу.⁹¹

Обавезна резерва представља саставни део оквира оперативног спровођења монетарне политике у еврозони. Суштина примене овог инструмента монетарне је политике је настојање да се следи циљ стабилизације тржишних каматних стопа, стварање (или повећање) структурног недостатка ликвидности и евентуално допринесе контроли монетарне експанзије. Ниво обавезних резерви сваке институције се утврђује на бази њеног биланса стања. У циљу обезбеђења стабилизације каматних стопа, систем минималних резерви у оквиру Евросистема омогућава институцијама да користе просечне одредбе. То значи да је ниво резерви одређен на бази просечних дневних резерви институција током једног обрачунског периода (месец дана). Основицу за обрачун обавезне резерве чине преконоћни депозити, орочени депозити до 2 године, орочени депозити до 2 године који су опозиви пре рока доспећа, и на њих се примењује позитивна стопа (2%). Нулта стопа се примењује на депозите који су орочени на период дужи од 2 године, депозите који су опозиви након две године, репо операције и дужничке хартије од вредности. Период обрачуна обавезне резерве износи 2 месеца, а каматна стопа на издвојену резерву једнака је просечној недељној каматној стопи Европске централне банке на главне рефинансирајуће операције. Обавезна резерва се израчунава као производ основице за обрачун и стопе обавезне резерве, од чега се одузима износ дозвољеног одступања (100.000 евра). У случају неиспуњења обавезне резерве, санкције које следе се огледају у следећем:

- Плаћање 5 п.п. веће стопе у односу на маргиналну каматну стопу (која се примењује на износ резерве који та институција није успела да обезбеди),
- Плаћање дупло веће каматне стопе у односу на маргиналну каматну стопу (која се примењује на износ резерве који та институција није успела да обезбеди),
- Слање захтева тој институцији да положи некаматносни депозит код Европске централне банке или своје националне централне банке, а тај износ може бити до три пута већи од износа резерве који институција није могла да обезбеди) и
- У крајњем случају, тј. услед озбиљнијих прекршаја, Евросистем може донети одлуку да датој институцији ускрати могућност учешћа у операцијама на отвореном тржишту.

Стратегија монетарне политике еврозоне је специфична по томе што је базирана на таргетирању инфлације као основном режиму монетарне политике, али са друге стране објављује и нумеричке вредности монетарног агрегата М3. То ствара конфузију у погледу одабраног режима монетарне политике, али обзиром да ЕЦБ само објављује вредности монетарног агрегата М3, али не подређује остале циљеве достизању тих вредности, може се закључити да је режим монетарне политике еврозоне таргетирање инфлације.

⁹¹ European Central Bank (2011) The Monetary Policy of the ECB, European Central Bank, p. 108.

4. Независност Европске централне банке: институционална, персонална, функционална и финансијска независност

Неопходан предуслов за функционисање и имплементацију монетарне политике у еврозони је независност Европске централне банке, као и националних централних банака чланица монетарне уније, од било каквог политичког утицаја. Независност је инкорпорирана и у Уговор Европске уније (Члан 108) као и Статут Европског система централних банака. Обзиром да је у питању институција која формулише и спроводи монетарну политику еврозоне, функционисање Европске централне банке је уско повезано са осталим институцијама Уније и у складу је са њеним законима. С тога је Уговором прецизирана независност Европске централне банке и националних централних банака у циљу реализације постављених задатака, како би се допринело јачању одговорности Европске централне банке, ефикаснијој комуникацији између ње и институција и органа Уније, контроли законских аката Европске централне банке од стране Европског суда правде, као и екстерној контроли финансијског управљања и интегритета Европске централне банке. Независност централне банке од политичког утицаја није неопходна само због остварења постављених циљева, већ је она уско корелирана са кредибилитетом који централна банка ужива. Владе земаља пред собом имају много диверсификованих задатака који треба да буду остварени у што краћем временском периоду, и зато не могу увек дати примат стабилности цена као основном циљу. Некада, у циљу подстицања привредног развоја, повећању запослености и побољшању животног стандарда становништва, носиоци политичке власти у земљи могу превидети све негативне последице које, и мала стопа инфлације, може имати у средњем и дугом року. У том контексту се независност централне банке, као носиоца монетарне политике у земљи и институције која је задужена за монетарну стабилност, јавља као нужност, а не само добра претпоставка. Концепт независности обухвата:

- институционалну независност,
- законску независност,
- функционалну независност,
- персоналну независност,
- финансијску и организациону независност.⁹²

Чланом 108. Уговора је прецизирана институционална независност Европске централне банке. Већ је у првој реченици назначено да приликом деловања у кругу својих надлежности ни Европска централна банка, нити националне централне банке, нити било који орган управљања, не сме примати инструкције институција и других органа Уније, као ни од владе било које државе чланице. Ова забрана се Уговором односи на све институције, било јавне, приватне, националне или интернационалне, да

⁹² European Central Bank (2004) The European Central Bank, History, Role and Functions, European Central Bank, Frankfurt, p.121.

не смеју утицати на било који начин на органе управљања Европске централне банке и националних централних банака. Висок ниво институционалне независности је обезбеђен прописаном забраном одобравања директних позајмица и државним и јавним институцијама, као и забраном директних куповина инструмената дуга. За разлику од Европског система централних банака који нема правни субјективитет, Европска централна банка и националне централне банке имају свој законски идентитет, што је неопходан предуслов да њихови органи управљања уживају висок степен независности. За Европску централну банку институционална независност подразумева могућност спровођења активности пре сагласности Европског суда правде, у настојању остварења дефинисаних циљева. У случају неадекватног пословања неке од националних централних банака чланица еврозоне и уколико иста не поднесе никакве примедбе у предвиђеном року који одређује Европска централна банка, она може поднети тужбу Европском суду правде. С друге стране, Мастрихтским споразумом је одређена минимална обавеза извештавања Европске централне банке, тј. подношење годишњег извештаја Европском парламенту, Савету министара за правду и финансије, Европској комисији и Европском савету.

Функционална или политичка независност је потврђена одредбама Статута Европског система централних банака и односи се на јасно и правно дефинисање примарног циља Европске централне банке, као и обезбеђење средстава и инструмената за његово остварење (стабилност цена). Дакле, она се односи на формално законску надлежност Европске централне банке да потпуно независно изабере смер свог деловања, без могућности утицаја било ког политичког актера. Статутом је прецизирано да Европска централна банка у оквиру свог пословања треба да подржи економску политику Европске уније, али само у случају када таква политика не угрожава остварење њеног примарно дефинисаног циља.

Персонална независност је интерактивно повезана са, пре свега, функционалном независношћу. Дефинисана је одредбама Статута, којима се гарантује безбедност положаја чланова управних органа Европске централне банке. Одредбама је прописан минимални мандат од 5 година за гувернере националних централних банака (уз могућност поновног избора) и 8 година за чланове Извршног одбора Европске централне банке, без могућности поновног избора. Поред тога, нико од чланова управних органа не може бити разрешен дужности из било ког другог разлога који није наведен у Статуту. Органи управљања Европском централном банком морају имати интернационални идентитет и деловати у интересу Европске уније, уместо у свом националном интересу.

Финансијска независност подразумева слободан приступ финансијским средствима Европске централне банке и националних централних банака, у циљу испуњења својих обавеза. Европска централна банка има сопствени капитал, који се састоји од уплаћеног капитала националних централних банака, као и сопствени буџет независан

од осталих европских институција. Што се тиче националних централних банака, земље чланице не могу довести своје централне банке у позицију недовољних финансијских средстава за извршење задатака у оквиру Европског система централних банака и сопствених националних задатака. Статутом Европске централне банке је обезбеђена њена независност, а одговорност се постиже кроз транспарентност и јавно представљање планираних и остварених резултата, које представља у форми месечног билтена са најзначајнијим подацима о економском развоју еврозоне, дефинисаним таргетима и одступањима, као и разлозима који су довели до истих.

Глава 5:

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ У ПРОЦЕСУ ПРИДРУЖЕЊА ЕВРОПСКОЈ УНИЈИ

1. Организациони аспект Народне банке Србије – од система централних банака до јединствене централне банке

Упоредо са стицањем независности, у 19-ом веку се јавила потреба за формирањем институције која ће бити задужена за дефинисање и имплементацију монетарне политике и увођење националног новца, обзиром да су у употреби биле 43 монете других држава. До реализације идеје је дошло након три деценије и 1884. године је основана Привилегована народна банка Краљевине Србије. Банка је организована по узору на Белгијску народну банку, која је до тог периода имала, према мишљењу тадашњих аналитичара, најмање непромишљених и ризикантних активности. Формирана је као акционарско друштво, а за гувернера је именован Алекса Спасић, чији је рад био под надзором шефа генералног рачуноводства Народне банке Белгије, Шона Бошмана. Централна банка се суочавала са бројним проблемима – пре свега неповерењем грађана у новоформирану институцију и новчанице које су биле у оптицају. Управа банке је желела да повећа оптицај новчаница, у чему је релативно брзо и успела јер је есконтна стопа са 7% смањена на 6%, са тенденцијом даљег смањења.⁹³

Након Првог светског рата и уједињења дела Јужних Словена, Привилегована народна банка Краљевине Србије прерасла је, по закону од 26. јануара 1920. године, у Народну банку Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца и под тим именом преузела послове на целој територији Краљевине. Иако основана као привилегована приватна акционарска установа, пословање Банке се одвијало под сталном контролом државе. До 1920. године, када је њена територијална надлежност проширена, законодавац је Банку сматрао само као кредитну установу, а од 1931. године поверена јој је монетарна као прва функција политика, а кредитна политика као друга. Први и најважнији задатак Банке која, у складу са променом имена државе од 1929. године делује под називом Народна банка Краљевине Југославије, постаје старање о новцу и одржавање његове стабилности. За време Другог светског рата (од априла 1941. године до октобра 1944. године) обављала је послове из свог представништва у Лондону. У септембру 1946. године, Банка је национализована и од тада је обављала своје функције под именом Народна банка Југославије. Банка је доживела велики број организационих промена. До почетка 70-их година, Народна банка Југославије је функционисала као јединствена институција, да би 1971. године, доношењем Уставних амандмана, а након три године и Устава, била организована као систем централне банке, по узору на Систем федералних резерви САД. Овако организована централна банка је престала да

⁹³ Народна банка Србије, Историјат Народне банке Србије, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/10/10_8/index.html.

функционише распадом Југославије и формирањем нове Југославије, као државне заједнице републике Србије и Црне Горе и поново је успостављена јединствена централна банка. Међутим, због немогућности монетарне политике да у периоду 90-их година 20-ог века стави под контролу кретање инфлације и због незапамћене хиперинфлације 1993. године, влада Црне Горе доноси одлуку о увођењу посебне монете, немачке марке, која је функционисала као средство плаћања на њеној територији. Још једна новина у функционисању „јединствене“ централне банке је било формирање Монетарног одбора у Црној Гори, чиме се суспендују овлашћења централне банке Југославије. Након увођења евра као јединствене валуте на територији еврозоне и престанка постојања немачке марке, Црна Гора прелази на евро као националну валуту. Променом назива заједнице Србије и Црне Горе, тј. Југославије у Државна заједнице Србије и Црне Горе, централна банка спроводи монетарну политику само на делу територије, тј. у Србији. Непостојање јединствене валуте на целој територији државне заједнице представља специфичност у односу на све моделе организовања функционисања централних банака. Законом о Народној банци Србије, који је ступио на снагу 19. јула 2003. године, утврђени су положај, организација, овлашћења и функције Народне банке Србије. Народна банка Србије је правно лице са седиштем у Београду. Она може образовати филијале које немају статус правног лица, а њихова унутрашња организација, делокруг и дужности одређени су Статутом Народне банке Србије. У свом саставу има специјализовану организацију, Завод за израду новчаница и кованог новца – Топчидер, чије се обавезе и одговорности одређују законом о Народној банци Србије и Статутом Народне банке Србије. Послове из делокруга Народне банке Србије обављају:

- Сектор за монетарне операције,
- Директорат за економска истраживања и статистику,
- Сектор за девизне послове,
- Сектор за финансијску стабилност,
- Центар за унапређење финансијског система,
- Сектор за контролу пословања банака,
- Сектор за надзор над обављањем делатности осигурања,
- Сектор за надзор над делатношћу добровољних пензијских фондова,
- Центар за супервизију информационих система,
- Центар за заштиту и едукацију корисника финансијских услуга,
- Сектор за послове с готовином,
- Сектор за међународну сарадњу,
- Сектор за платни систем,
- Канцеларија главног економисте,
- Канцеларија за контакте с привредницима,
- Национални центар за платне картице,
- Принудна наплата,
- Кабинет гувернера
- Интерна ревизија,
- Усклађеност пословања и послови контроле оперативног ризика,

- Дирекција за законодавно-правне послове,
- Дирекција за рачуноводство и финансије,
- Информациона технологија,
- Људски ресурси,
- Општи послови,
- Центар за набавке,
- Народна банка Србије - Филијала у Београду,
- Народна банка Србије - Филијала у Новом Саду,
- Народна банка Србије - Филијала у Нишу,
- Народна банка Србије - Филијала у Крагујевцу,
- Народна банка Србије - Филијала у Ужицу,
- Народна банка Србије - Завод за израду новчаница и кованог новца.

Имовину Републике Србије коју користи Народна банка Србије, чине динарски и девизни краткорочни и дугорочни пласмани, девизна средства, хартије од вредности, остала актива и имовинска права у поседу Народне банке Србије, покретне и непокретне ствари и новчана средства на жиро-рачуну Народне банке Србије. Гувернер доноси акте о прибављању и коришћењу имовине, као и о управљању и располагању том имовином, осим о отуђењу непокретних ствари. Народна банка Србије има следеће функције:

- утврђује и спроводи монетарну и девизну политику,
- управља девизним резервама,
- утврђује и спроводи, у оквиру своје надлежности, активности и мере ради очувања и јачања стабилности финансијског система,
- издаје и одузима дозволе за рад и врши контролу бонитета и законитости пословања банака и обавља друге послове у складу са законом којим се уређују банке,
- издаје и одузима дозволе, односно овлашћења за обављање делатности осигурања и врши надзор над обављањем те делатности и обавља друге послове, у складу са законом којим се уређује осигурање,
- издаје и одузима дозволе за рад друштвима за управљање добровољним пензијским фондовима, врши надзор над овом делатношћу и обавља друге послове, у складу са законом којим се уређују добровољни пензијски фондови,
- издаје и одузима дозволе за обављање послова лизинга, врши надзор над обављањем ових послова и обавља друге послове, у складу са законом којим се уређује лизинг,
- обавља послове заштите права и интереса корисника услуга које пружају банке, даваоци финансијског лизинга, друштава за осигурање и друштава за управљање добровољним пензијским фондовима у складу са законом,
- издаје новчанице и ковани новац и управља токовима готовине,
- уређује, контролише и унапређује несметано функционисање платног промета у земљи и са иностранством, у складу са законом,

- обавља законом, односно уговором утврђене послове за Републику Србију не угрожавајући при том своју самосталност и независност.

Народна банка Србије је донела Одлуку о условима одобравања кредита за одржавање ликвидности банака⁹⁴, којом је прописана могућност одобравања кредита за одржавање ликвидности банкама са роком доспећа до дванаест месеци. Ове кредите могу користити банке које имају привремених тешкоћа у одржавању ликвидности, под условом да су претходно искористиле све друге повољније изворе ликвидности на тржишту и да су усвојиле програм мера за превазилажење тих тешкоћа. Банка која је принуђена да користи ову врсту кредита мора да испуни услове уписане хипотеке првог реда на непокретностима на којима је банка уписана као власник и на којима није уписан терет у корист трећих лица, тј. кредит може добити на основу залоге девиза, односно издвојене девизне обавезне резерве банке, залоге злата, залоге потраживања банке, као и залоге хартија од вредности. Износ кредита не може бити већи од 80% вредности наведених средстава обезбеђења. На износ одобреног кредита, банка је дужна да плаћа камату по каматној стопи у висини 150% референтне каматне стопе Народне банке Србије. Кредит за одржавање ликвидности банака према овој Одлуци може се, под прописаним условима, односити и на подршку солвентности банака. Тренутно, поред овог кредита, посебне мере подршке солвентности финансијским институцијама нису предвиђене. Ова врста кредита није намељена за решавање текућих финансијских проблема осталим финансијским институцијама, већ искључиво комерцијалним банкама. Према Члану 62. Закона о Народној банци Србије, она не може одобравати кредите, позајмице, прекорачења по рачуну или друге видове кредитних олакшица Републици Србији, аутономној покрајини или јединици локалне самоуправе, јавним предузећима и другим правним лицима чији је оснивач Република Србија, аутономна покрајина или јединица локалне самоуправе, односно у којима имају контролно учешће. Такође, Законом је предвиђено да Народна банка Србије не може непосредно куповати хартије од вредности које издају наведени субјекти. Ова забрана не односи се на дневне кредите чије рокове доспећа није могуће продужавати, као ни на кредите, позајмице, прекорачења по рачуну или друге видове кредитних олакшица који се одобравају држави за измиривање њених обавеза по основу чланства у Међународном монетарном фонду. Народна банка Србије може, под условима који су утврђени Законом, одобравати кредите и кредитне олакшице банкама у којима контролно учешће имају Република Србија, аутономна покрајина или јединица локалне самоуправе. Иако је оваква могућност постојала пре него што је ступио на снагу Закон о изменама и допунама Закона о Народној банци Србије, у пракси Народна банка Србије није одобравала кредит држави од новембра 2003. године, када је враћен последњи кредит који је одобрен држави ради финансирања привремене неликвидности буџета, а на основу тада важећих законских одредаба.

⁹⁴ Закон о Народној банци Србије, Одлука о условима одобравања кредита за одржавање ликвидности банака, Сл. гласник РС, бр. 96/2008.

Према Уредби о општим условима за емисију и продају краткорочних државних хартија од вредности на примарном тржишту⁹⁵, Народна банка Србије није директан учесник на примарном тржишту државних хартија од вредности. У складу са Члановима 13. и 15. Закона о девизном пословању, она би могла да врши плаћање ради куповине у иностранству дужничких дугорочних хартија од вредности држава чланица Европске уније, као и плаћање ради куповине страних краткорочних хартија од вредности на страном и домаћем тржишту. Према Члану 12. Закона о Народној банци Србије⁹⁶, органи управљања Народном банком Србије су:

- Извршни одбор Народне банке Србије,
- Гувернер Народне банке Србије,
- Савет гувернера Народне банке Србије.

Извршни одбор и гувернер представљају органе управљања НБС, док Савет првенствено има улогу и функцију надзорног органа. Извршни одбор утврђује монетарну и девизну политику, као и активности ради очувања и јачања стабилности финансијског система. Извршни одбор посебно утврђује:

- програм монетарне политике Народне банке Србије,
- начин утврђивања каматних стопа Народне банке Србије и начин обрачуна, наплате и плаћања камате на пласмане и друга потраживања Народне банке Србије, као и на средства на која Народна банка Србије плаћа камату,
- услове и начин издавања хартија од вредности Народне банке Србије,
- услове под којима и начин на који Народна банка Србије спроводи операције на отвореном тржишту и обавља дисконтне послове,
- политику одобравања краткорочних кредита,
- политику курса динара,
- основице за обрачунавање обавезне резерве и стопе обавезне резерве, као и начин, услове и рокове издвајања и коришћења средстава обавезне резерве банака,
- политику управљања девизним резервама, као и смернице за управљање тим резервама,
- друге инструменте и мере монетарне и девизне политике,
- мере за одржавање ликвидности банака,
- мере и активности, у оквиру надлежности Народне банке Србије, ради очувања и јачања стабилности финансијског система.

Извршни одбор утврђује референтну каматну стопу и друге каматне стопе које Народна банка Србије примењује у спровођењу монетарне политике. Поред наведеног, Извршни одбор на предлог Управе за надзор доноси прописе Народне банке Србије у

⁹⁵ Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Сл. гласник РС, бр. 6/2009 и 8/2009.

⁹⁶ Закон о Народној банци Србије, Сл. Гласник РС, бр. 72/2003.

области контролне и надзорне функције, у складу са законима којима се уређује обављање тих функција. Извршни одбор решењем одлучује о давању прелиминарних одобрења, као и о давању и одузимању дозвола за рад банкама, о давању и одузимању друштвима за осигурање дозвола за обављање делатности осигурања, о давању и одузимању дозвола за обављање послова финансијског лизинга, о давању и одузимању друштвима за управљање добровољним пензијским фондовима дозвола за рад и дозвола за управљање тим фондовима. Такође, доноси одлуке на седницама, већином гласова свих чланова. Чланови Извршног одбора су гувернер и вицегувернери (Члан 13). Седницама Извршног одбора председава гувернер, а његов значај огледа се и у томе што при одлучивању, у случају изједначеног броја гласова, одлучује глас гувернера. Извршни одбор има и одређене надлежности у вези са предлагањем појединих аката које доноси Савет. Тако Извршни одбор предлаже статут и стратегију развоја Народне банке Србије (које доноси Савет) док режим курса динара утврђује Савет на предлог Извршног одбора, уз сагласност Владе.

Народном банком Србије руководи гувернер, који заступа и представља Народну банку Србије⁹⁷. Гувернера Народне банке Србије бира Народна скупштина Републике Србије са мандатом од шест година, с правом поновног избора. У надлежности гувернера су следеће активности⁹⁸:

- руководи пословањем Народне банке Србије и организује њен рад,
- спроводи одлуке Извршног одбора и Савета,
- доноси прописе, опште и појединачне акте из надлежности Народне банке Србије, који законом нису стављени у надлежност Извршног одбора и Савета,
- предлаже прописе, опште и појединачне акте које доносе Извршни одбор и Савет, ако Законом није друкчије уређено,
- уређује унутрашњу организацију Народне банке Србије и систематизацију радних места у Народној банци Србије, као и радне односе запослених у Народној банци Србије,
- именује и разрешава запослене који руководе организационим јединицама у Народној банци Србије и обавља друге послове утврђене Законом на начин који није у супротности са дефинисаним циљевима,
- као председавајући Извршног одбора, потписује решења која доноси Извршни одбор.

Гувернер доноси акте о прибављању, управљању, коришћењу и располагању имовином Републике Србије коју користи НБС, осим о отуђењу непокретних ствари⁹⁹. Гувернер предлаже Савету избор вицегувернера, врши избор и пријем у радни однос запослених са посебним овлашћењима и даје запосленима сагласност за обављање додатних плаћених послова и активности. Извршни одбор и Гувернер су одговорни за

⁹⁷ Закон о Народној банци Србије, Сл. Гласник РС, бр. 72/2003, Члан 9.

⁹⁸ Закон о Народној банци Србије, Сл. Гласник РС, бр. 72/2003, Члан 18.

⁹⁹ Измене и допуне Закон о Народној банци Србије, Сл. гласник РС, бр. 55/2004, 85/2005 – др.закон, 44/2010, 76/2012 и 106/2012, Члан 73.

остваривање циљева Народне банке Србије у оквиру својих надлежности утврђених Законом.

Савет гувернера чине пет чланова, укључујући и председника, које бира Народна скупштина на предлог одбора Народне скупштине надлежног за послове финансија. Чланови Савета бирају се на период до пет година, са правом поновног избора, с тим што мандат председника траје пет година, док се чланови бирају на период од једне до четири године. Основне функције које су у надлежности Савета гувернера су следеће¹⁰⁰:

- доноси Статут Народне банке Србије, на предлог Извршног одбора,
- утврђује режим курса динара, на предлог Извршног одбора, уз сагласност Владе,
- доноси стратегију управљања девизним резервама на предлог Извршног одбора,
- одлучује о чланству у међународној финансијској организацији и институцији,
- доноси финансијски план Народне банке Србије,
- усваја годишње финансијске извештаје Народне банке Србије,
- бира руководиоца у Народној банци Србије за послове интерне ревизије,
- бира спољног ревизора,
- разматра извештај спољног ревизора и прати примену његових препорука у Народној банци Србије,
- врши надзор над системом финансијског извештавања, управљања ризицима и унутрашњих контрола у Народној банци Србије,
- оцењује да ли су рачуноводствене политике и процедуре које су усвојене у Народној банци Србије одговарајуће,
- усваја годишњи план о обављању интерне ревизије у Народној банци Србије и периодично разматра извештаје о обављеној интерној ревизији,
- врши надзор над обављањем интерне ревизије и обављањем усклађености пословања у Народној банци Србије,
- доноси стратегију развоја Народне банке Србије, коју предлаже Извршни одбор, и прати њено спровођење,
- бира вицегувернере НБС.

У оквиру Народне банке Србије, у складу са Законом о Народној банци Србије и Статутом, образована је Управа за надзор над финансијским институцијама, која обавља следеће послове:

- послови контроле пословања банака,
- послови надзора над обављањем делатности осигурања,
- послови надзора над обављањем делатности друштава за управљање добровољним пензијским фондовима,

¹⁰⁰ Измене и допуне Закон о Народној банци Србије, Сл. гласник РС, бр. 55/2004, 85/2005 – др.закон, 44/2010, 76/2012 и 106/2012, Члан 23.

- послови надзора над обављањем послова финансијског лизинга,
- послови заштите корисника финансијских услуга,
- послови контроле платног промета у земљи и са иностранством,
- послови истраживања у области контролне, односно надзорне функције Народне банке Србије,
- послови сарадње Народне банке Србије са страним институцијама и домаћим органима и институцијама надлежним за надзор у области финансијског пословања.

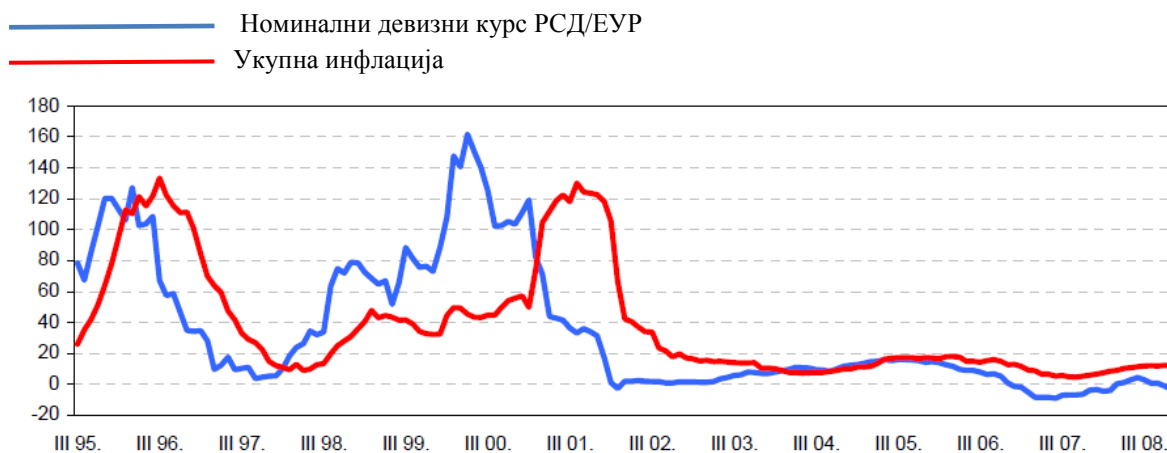
2. Стабилност цена као основни циљ Народне банке Србије

Постоји широк консензус мишљења да стратешки циљеви у Србији у средњем року треба да буду стабилан и одржив економски раст, уз смањење незапослености и пораст животног стандарда њених грађана. Монетарна политика свој допринос остварењу овог стратешког циља, управо даје кроз постизање и одржање ценовне стабилности. У складу са тим, Народна банка Србије је као свој основни циљ дефинисала постизање и одржавање стабилности цена. Не доводећи у питање остваривање свог основног циља, Народна банка Србије доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система и пружа подршку спровођењу економске политике Владе Републике Србије, послујући у складу с начелима тржишне привреде. Привреда земље са ниском и стабилном инфлацијом, осим што се за земље које претендују да постану нове чланице Европске уније јавља као неопходан услов, је и приведа која враћа поверење у домаћу валуту, смањује инфлаторна очекивања, смањује ризик улагања и повећава штедњу становништва, доприносећи економском расту, чини такву економију јачом и атрактивнијом за страна улагања. Овако дефинисан примарни циљ монетарне политике, у кратком року је у супротности са остварењем економског раста. У кратком року, обзиром на ефекат временског кашњења ефеката монетарне политике, то јесте тачно, јер експанзивна монетарна политика, по цену нешто веће инфлације, може обезбедити економски раст. Али тај економски раст ће бити обезбеђен у периоду од једне до две године, дакле поново краткорочно, а за то време ће доћи до изражаја сви негативни ефекти обезвређивања ресурса инфлаторне економије. Уосталом, привреда Србије је преживела све „ефекте“ жртвовања стабилности цена у циљу подстицања економског раста, повећања запослености и остварења свих оних, веома звучних и свим грађанима добро познатих макроекономских циљева, а од свега тога је остала незапамћена хиперинфлација и уџбенички пример како, уколико се дозволи мали раст, инфлација врло брзо измакне контроли и тешко се може поново ставити под исту. Дакле, у дугом року не постоји позитивна корелација између економског раста и инфлације, односно чак и ако постоји, та корелација је негативна. Окружење са стабилном и ниском инфлацијом подразумева и већи животни стандард и мању неизвесност, односно ризик. Поготово за земље у развоју, каква је Србија, трошкови санирања последица неконтролисане инфлације су толико велики, да их такве земље себи не могу и не смеју приуштити. Развијене земље могу и рачунати на безболније превазилажење лоше донетих одлука, али земље које оскудевају свим неопходним

инпутима привредног раста, себи луксуз погрешно вођене политике не би смеле да дозволе.

Постизање и одржавање стабилног нивоа цена је веома комплексан задатак за сваку привреду. За Србију, комплексност добија и додатну димензије, имајући у виду веома тешко искуство и изгубљено поверење у домаћу валуту, домаћи банкарски систем, висок степен евроизације привреде. Ефикасни начини остварења ценовне стабилности су примена једног од два решења – фиксан девизни курс или независна монетарна политика, уз строго придржавање циљне стопе инфлације као стратегије. Да прелазна решења нису делотворна, на сопственом примеру је потврђено у Србији, почетком 2000. године. За земље у транзицији, нарочито у почетним фазама, услед високог нивоа корелације између девизног курса и инфлације, фиксни или чврсто руковођени девизни курс представља једно од најприроднијих решења за смањење нивоа инфлације. Зато је веома често девизни курс коришћен као номинално сидро у настојању обезбеђења ценовне стабилности. Одлуком о монетарној политици у 2002. години¹⁰¹, као основни циљеви монетарне политике у 2002. години дефинисани су одржавање стабилности девизног курса динара у режиму руковођено флукутирајућег курса, свођење стопе инфлације на 20% у односу на 31. децембар 2001. године, као и пораст нето девизних резерви којима рукује Народна банка Југославије за даљих 186 милиона америчких долара. Овај лимит раста нето девизних резерви је утврђен у складу са претпоставком о расту реалног друштвеног производа за 4% и расту цена на мало за 20%, као и утврђеним нивоом могућег задужења државе код Народне банке Југославије од 0,6% вредности друштвеног производа. На следећем графику је приказано кретање номиналног девизног курса динара према еврџу, као и кретање укупне инфлације, у периоду од 1995-2008. године.

График 5: Кретање девизног курса и инфлације (међугодишње процене у %)

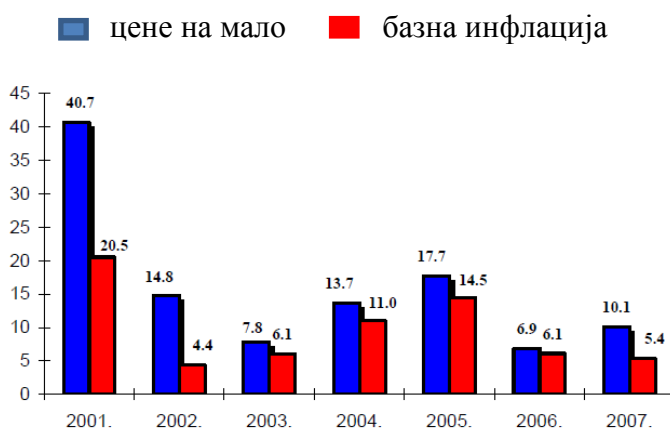


Извор: Народна банка Србије, РЗС

¹⁰¹ Закон о Народној банци Србије, Одлука о монетарној политици у 2002. Години, Службени лист СРЈ, бр. 72/01.

Може се уочити да се депресијација девизног курса, у целом посматраном периоду, преливала на цене. Већи утицај девизног курса на ниво цена је уочљив у периоду од 1999-2000. године, али се то може приписати фиксираним нивоу цена у том периоду, па се ефекти девалвације из 1999. године нису одмах одразиле на цене. Оно што график такође потврђује јесте да се тај ефекат осетио одмах након 2000. године, либерализацијом цена крајем исте. Истраживања која су рађена у Народној банци Србије су потврдиле већи степен корелације између девизног курса и инфлације у дугом року (0,6) и нешто мањи Пирсонов коефицијент корелације у краком року (0,3). Коришћењем девизног курса као номиналног сидра, монетарне власти у Србији су успеле да смање стопу инфлације на ниво испод 10% средином 2003. године, што је приказано на следећем графику.

График 6: Годишње стопе инфлације (у %)



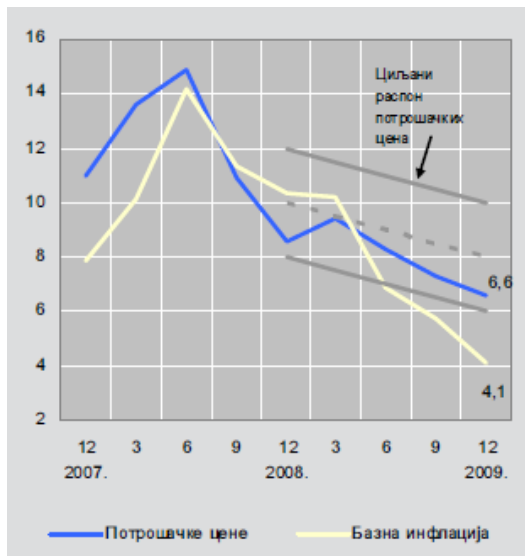
Извор: Народна банка Србије, РЗС

Међутим, од 2003. године је прекинут процес дезинфлације и уследио је поновни раст инфлације у 2004. години. Повећани прилив капитала и инфлација која је наставила да расте и у 2005. години, условили су промену монетарне стратегије Народне банке Србије, напуштање политике руковођеног девизног курса и препуштање нивоа његових осцилација тржишним условима. Примарни циљ монетарне политике за 2005. годину је био смањење стопе инфлације и њено одржавање на нивоу од 9-10% мерено од децембра 2004. до децембра 2005. године. Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2005. години, Народној банци Србије је дозвољено да интервенцијама на девизном тржишту и другим инструментима који су јој на располагању усмерава курс, тако да буде усклађен са средњорочно одрживом платно-билансном позицијом земље, имајући у виду остварење примарног циља. Висок прилив капитала након 2005. године у условима слободног формирања курса динара, је довео до апресијације девизног курса, што је за резултат имало обарање инфлације крајем 2006. године на 6.6%.¹⁰² У четвртном тромесечју 2006. базна инфлација је износила само 0,3%. Тиме је, за само три месеца, међугодишња базна инфлација са 10,1% у септембру смањена на 5,9% у децембру. Захваљујући томе, остварена базна инфлација се нашла испод пројектованог распона за ту годину (7-9%). Главни фактор наглог успоравања базне

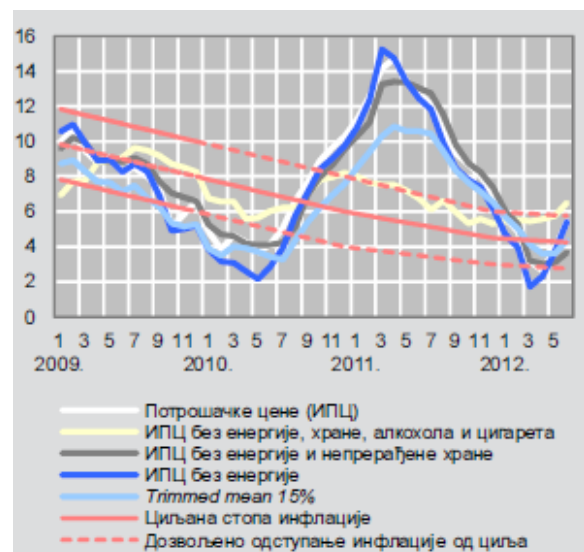
¹⁰² Народна банка Србије (2006) Извештај о инфлацији, четврто тромесечје.

инфлације била је номинална апресијација динара присутна од средине 2006. узрокована и одржавана високим нето девизним приливом из иностранства. У циљу ублажавања апресијацијских притисака, Народна банка Србије је смањила референтну каматну стопу, као и стопу обавезне резерве, а истовремено куповином девиза учествовала и на међубанкарском тржишту. Промена монетарне стратегије је допринела остварењу примарног циља, али је услед екстерних шокова, пре свега високог раста цене нафте на светском тржишту у другој половини 2007. године и пољопривредног шока, дошло до поновног раста инфлације на крају 2007. године. Ефекти пољопривредног шока на базну инфлацију су процењени на 1,2 процентних поена, а на укупну инфлацију око 1,5 процентних поена.¹⁰³ У наредном периоду је забележено успоравање међугодишњег раста укупне и базне инфлације, с тим што је базна инфлација била знатно нижа, како је и приказано на следећем графику. Тенденција смањења стопе инфлације је настављена у априлу, када је забележен и њен најнижи ниво од 2,7%, али је убрзо уследио њен раст и већ крајем Т2 међугодишња стопа инфлације је износила 5,5%. Од априла до јуна 2011. године повећана је за 2,8 п.п. углавном због раста цена хране (допринос од 2,5 п.п.).

График 7: Кретање цена (међугодишњи раст у %)



Извор: Народна банка Србије (2009)
Извештај о инфлацији, новембар



Извор: Народна банка Србије (2012)
Извештај о инфлацији

Од јануара 2009. године Народна банка Србије је прешла на циљање укупног индекса потрошачких цена.¹⁰⁴ Народна банка Србије усвојила је 22. децембра 2008. године Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим се дефинише формална примена режима инфлационог таргетирања од 1. јануара 2009.

¹⁰³ Народна банка Србије (2007) Извештај о инфлацији.

¹⁰⁴ Народна банка Србије (2009) Извештај о инфлацији, фебруар, стр. 7.

године. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације. У складу са овим документима, Народна банка Србије циљеве у погледу укупне инфлације утврђује у сарадњи са Владом Републике Србије и објављује у виду меморандума о утврђивању средњорочних циљева за инфлацију. У Меморандуму о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2010. до 2012. године утврђене су циљане стопе укупне инфлације (са дозвољеним одступањем) мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена, за период од 2010. до 2012. године. Путања циљаних стопа инфлације до 2012. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена, која, с обзиром на опредељење Народне банке Србије да у средњем року конвергира ка нивоу цена и дохотка Европске уније, износи 2-4% на годишњем нивоу.

Пад инфлаторних притисака и умерен раст економске активности су обележили почетак 2013. године, уз очекивања креатора монетарне политике да се такве тенденције и наставе, уз повратак годишње инфлације у планиране оквире ($4 \pm 1,5$ п.п.) и раст економске активности од око 2% у току 2013. године.

График 8: Пројектована инфлација
(међугодишње стопе у %)

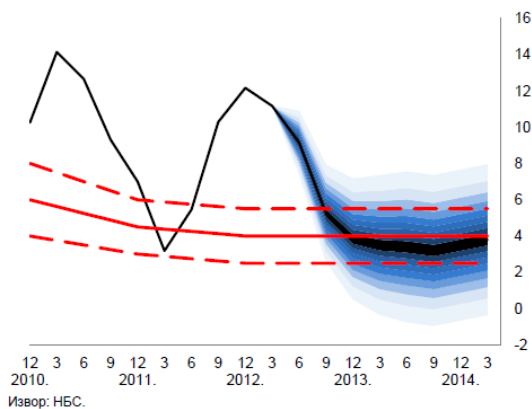
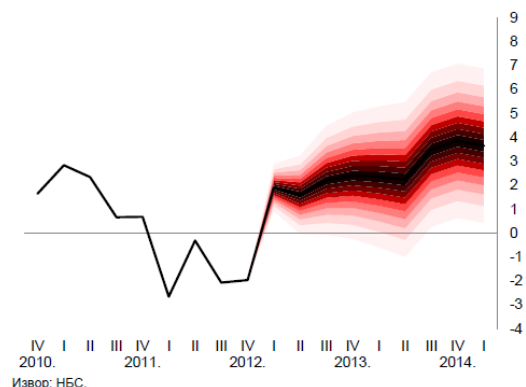


График 9: Пројекција раста БДП
(међугодишње стопе у %)



Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији, август.

Економска кретања у земљама у окружењу, посебно у еврозони, имају велики утицај и на остварење планираних циљева монетарне политике у Србији. Пад економске активности у еврозони је настављен и у 2013-ој години (пад се бележи од 2008. године) па је то утицало на одлагање планираног привредног опоравка са прве половине, на другу половину 2013. године, уз очекиван блажи пад од око 0,3-0,4%.¹⁰⁵ Финансијски проблеми са којима је била суочена еврозона (кипарска финансијска криза) су делимично стављени под контролу, али су и даље присутни и изазивају турбуленције како унутар саме еврозоне, тако и у земљама које су економски повезане са еврозоном. У наредном периоду се очекује раст БДП унутар еврозоне, а следећи графици садрже податке о прогнозама ММФ-а за раст БДП, као и приноса на десетогодишње државне обвезнице у зони евра.

¹⁰⁵ Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији.

График 10: Ревизија прогноза ММФ реалног раста БДП за 2013. и 2014. год (дневни подаци, у %)

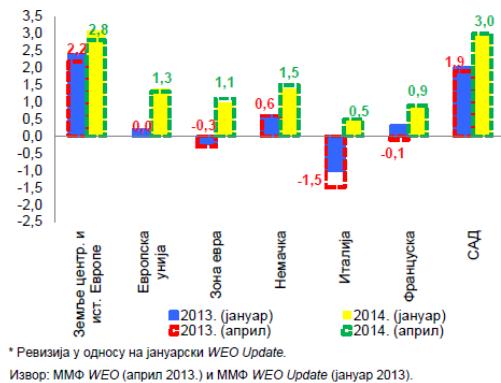
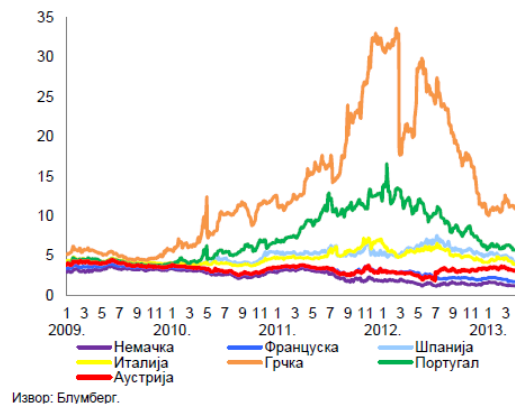


График 11: Принос на десетогодишње државне обвезнице у зони евра.



Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији.

Смањена аверзија према ризику на светском финансијском тржишту је уз мере економске политике у Србији, од септембра 2012. године довела до снажног пада премије ризика земље. ЕМБИ, један од индикатора премије ризика, у 2013. години се кретао око 330 б.п., што је за око 270 б.п. ниже у односу на август прошле године. Што се кретања девизног курса тиче, након релативне стабилности у првом тромесечју 2013. године, уследили су нови ап्रेसијацијски притисци подстакнути пре свега препоруком Европске комисије о почетку преговора о приступању Србије Европској унији. Народна банка Србије је покушала да неутралише те притиске куповином девиза на међубанкарском девизном тржишту. Анализирајући стање у привреди, за одржавање макроекономске стабилности је Србији, као и већини европских земаља, неопходна фискална консолидација, обзиром на то да не успева да смањи буџетски дефицит испод 3% БДП, тако да су нужне мере фискалне консолидације којима би требало обезбедити дугорочну одрживост јавног дуга.

График 12: Показатељ премије ризика ЕМБИ одређених по земљама (дневни подаци, у базним поенима)

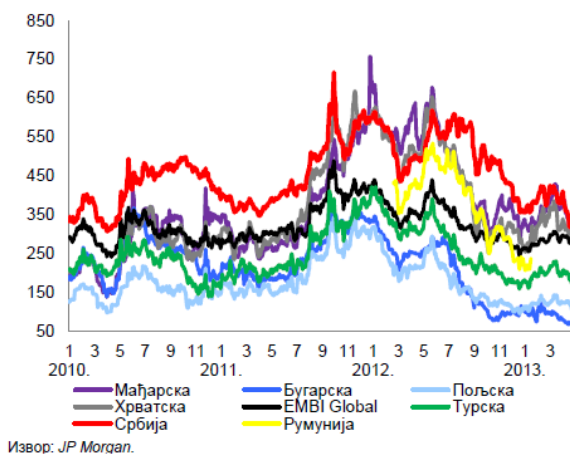
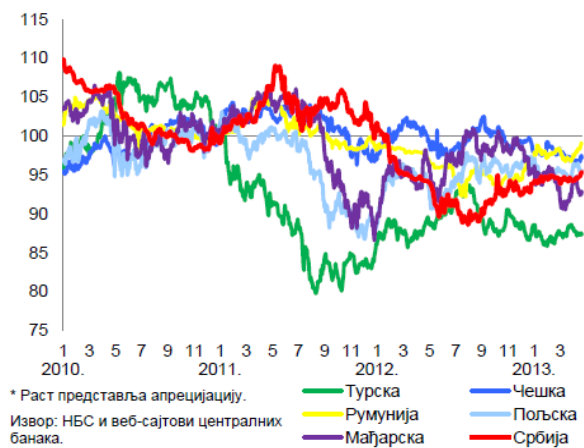


График 13: Кретање курса националних валута према еврџу (дневни подаци, 30.9.2010=100)



Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији.

Према проценама НБС, раст економске активности у прва три месеца 2013. године у односу на исти период претходне године је износио 1,9%, а у односу на претходно тромесечје 1,5%.

График 14: Кретање индикатора економске активности (десезонирани подаци, ПИ 2008=100)

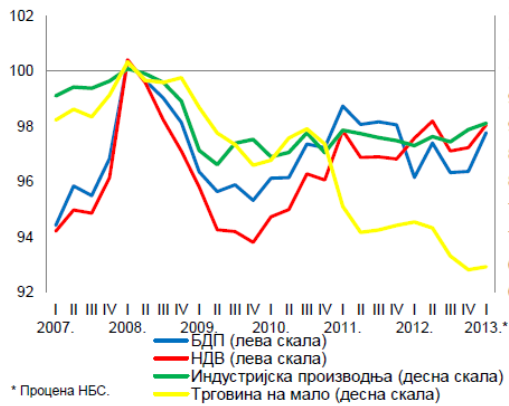
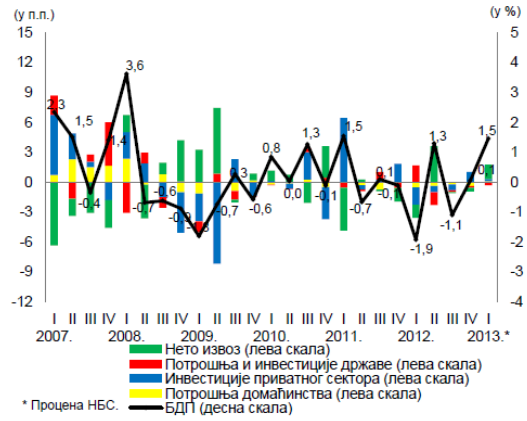


График 15: Доприноси тромесечној стопи раста БДП-расходна страна



Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији

Остварени раст економске активности је скоро у потпуности био генерисан нето извозом, док је домаћа тражња стагнирала. Разлози стагнације домаће тражње су бројни, од ниских доходака грађана преко високе незапослености и немогућности издвајања домаће акумулације, нити повећања потрошње. Раст извоза у последња два тромесечја је у највећој мери био резултат раста извоза аутомобила, што је и главни разлог смањења дефицита платног биланса у овом периоду. За 2013. годину, првобитне прогнозе раста Народне банке Србије од 2,5% су ревидиране на 2%, превасходно због погоршаних перспектива привредног опоравка земаља еврозоне и осталих спољно-трговинских партнера Србије. Иако тренд показује ниску и домаћу и глобалну тражњу, представници монетарне власти у Србији оптимистично очекују раст привредне активности услед опоравка пољопривредне производње, као и повећаног коришћења производних капацитета аутомобилске и нафтне индустрије.

График 16: Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама 2010.)

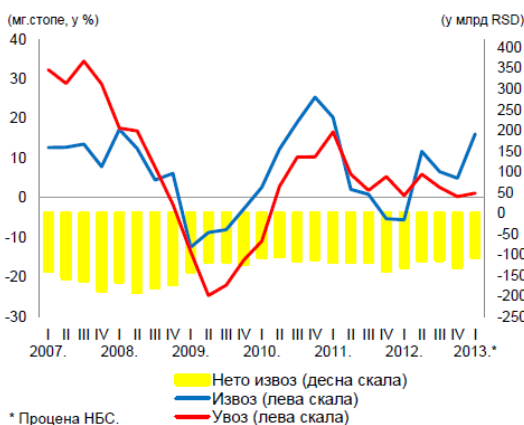
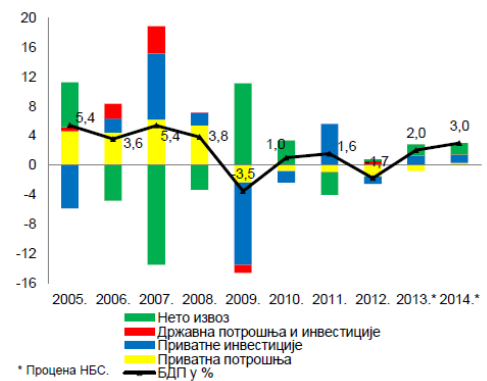


График 17: Доприноси годишњем расту БДП* (у процентним поенима)



Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији.

Управо се од ових грана очекује кључни допринос у расту извоза и смањењу дефицита платног биланса, уз неопходну фискалну консолидацију за 2 п.п. БДП у односу на исти период претходне године.

На основу Извештаја о инфлацији НБС, промене режима монетарне политике су допринеле смањењу стопе инфлације, која је скоро преполовљена од 2006. године до 2013. године. Смањење ширине дозвољеног одступања од таргетиране стопе инфлације до кога је дошло преласком на нови монетарни режим, одражава спремност монетарних власти да оствари дефинисане циљеве и да одбрани свој кредибилитет. У складу са монетарном политиком Европске централне банке и таргетираном стопом инфлације од 2% у еврозони, Народна банка сукцесивно покушава да досегне тај ниво у наредном периоду.

3. Таргетирање инфлације као режим монетарне политике у Србији

Циљана стопа инфлације, као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена, једина је нумеричка смерница за монетарну политику коју спроводи Народна банка Србије. Народна банка Србије настоји да подржи и спровођење економске политике Владе под условом да тиме није угрожено остваривање циљане стопе инфлације, нити стабилност финансијског система. Народна банка Србије циљану стопу инфлације постиже променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу основних операција монетарне политике. Та каматна стопа представља главни инструмент монетарне политике, док остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта, без угрожавања стабилности финансијског система. Народна банка Србије спроводи режим руковођено флукутирајућег девизног курса, који подразумева право интервенција у случају знатних дневних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и заштите адекватног нивоа девизних резерви. У режиму таргетирања инфлације. Девизне интервенције се користе како би се допринело остварењу циљане стопе инфлације, када се делотворни утицај основног инструмента монетарне политике, референтне каматне стопе, исцрпи. С обзиром да је евро референтна валута, Народна банка Србије девизне интервенције спроводи куповином и продајом евра. У случају интервенција куповином девиза, настали вишак ликвидности банкарског сектора у домаћој валути може се повући путем репо операција повлачења ликвидности – репо продаја хартија од вредности. Основне трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту су спот трансакције, а од марта 2010. године уведене су и своп трансакције као инструмент монетарне политике, с циљем подстицања међубанкарске активности на девизном тржишту.

У трагању за оптималном монетарном стратегијом, након негативних искустава на ниво стопе инфлације уз девизни курс као номинално сидро, Народна банка Србије је

од 2000-2006. године користила различите режиме монетарне политике, чији је преглед дат у наредној табели.

Табела 7: Режими монетарне политике у Србији, 2000-2006. године

Режим монетарне политике	Оперативни таргет	Режим девизног курса	Инструменти монетарне политике	Контрола капитала
Монетарно таргетирање (2000-2006)	Нето домаћа актива (плафон) Нето страна актива (под)	Руковођено флукутирајући	Интервенције на девизном тржишту, стопа обавезне резерве, операције на отвореном тржишту	На кратак рок
Инфлаторно таргетирање	Краткорочне каматне стопе	Руковођено флукутирајући, са тенденцијом према слободном флукутирању	Основни инструмент-двонедељна репо стопа; помоћни-интервенције на девизном тржишту, пруденцијалне мере, стопа обавезне резерве	На кратак рок

Већ почетком 2006. године, Народна банка Србије је настојала да што мање интервенише на девизном тржишту. О томе сведоче и подаци да је у јануару 2006. године учешће Народне банке Србије у укупном промету на међубанкарском девизном тржишту износило 54%, а да се од средине маја те године, па све до августа 2008. године девизни курс формирао слободно, на основу трговине девизама између пословних банака. На нови режим монетарне политике, Народна банка Србије је прихватила нови режим монетарне политике 2007. године, увођењем таргетирања инфлације. У тренутку преласка на нови режим, као званична мера укупне инфлације је коришћен индекс цена на мало. Међутим, како су регулисане цене чиниле скоро половину овог индекса, и како су цене пољопривредних производа много више биле под утицајем административних и сезонских фактора, него тржишних, Народна банка Србије је могла да сноси одговорност само за онај ниво цена које су тржишно одређене, тј. за базну инфлацију. Из тих разлога је на самом почетку Народна банка Србије дефинисала своје циљеве за базну инфлацију и то у виду распона. Базна инфлација за 2007. годину је дефинисана у интервалу 6 ± 2 (децембар текуће према децембру претходне године)¹⁰⁶ Монетарни одбор Народне банке Србије је утврдио циљану стопу базне инфлације за 2008. годину у распону 3-6% децембар 2008. године према децембру 2007. године. Распон је смањен са циљем ефикаснијег утицаја на инфлаторна очекивања. У Меморандуму Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације¹⁰⁷ за период од 2009-2011. године утврђени су циљани распони укупне инфлације (са централном вредношћу) мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена на следећи начин:

¹⁰⁶ Народна банка Србије (2006) Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике, на путу ка остварењу циљева ниске инфлације.

¹⁰⁷ Народна банка Србије (2008) Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

- почетни ниво 2009. године: 8–12% са централном вредношћу од 10%,
- завршни ниво 2009. године: 6–10% са централном вредношћу од 8%,
- завршни ниво 2010. године: 4–8% са централном вредношћу од 6%, и
- завршни ниво 2011. године: 3–6% са централном вредношћу од 4,5%.

Преласком на нови режим монетарне политике, дошло је и до измена у одабиру инструмената монетарног регулисања, па је Народна банка Србије прешла на двонедељну репо стопу као главни инструмент монетарне политике, док остале мере, попут интервенција на девизном тржишту, примењује у случају знатних дневних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и заштите адекватног нивоа девизних резерви. Монетарни одбор је утврдио да променом референтне каматне стопе остварује највећи утицај на ниво инфлације тек након три тромесечја од њиховог доношења, па се у складу са тим мере монетарне политике доносе полазећи од њиховог утицаја на инфлацију на средњи рок.

Промена референтне каматне стопе треба да буде сигнал за тржишта у погледу монетарне политике коју Народна банка Србије спроводи. Свака промена референтне каматне стопе би требало да се одрази на висину каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, са одразом и на висину активних и пасивних каматних стопа банака. У новим условима, краткорочне каматне стопе постају главни оперативни таргет. Међутим, да би се адекватно могао пратити утицај промене референтне каматне стопе на краткорочне каматне стопе, треба пратити њихово кретање само на међубанкарском тржишту новца, будући да се ове каматне стопе обрачунавају на динарска средства. Тако су каматне стопе на међубанкарском тржишту Беониа и Белибор преузеле улогу оперативног таргета и значајније прате кретање референтне каматне стопе. Будући да је већина одобрених кредита са девизном клаузулом, банке одлуке о нивоу активних и пасивних каматних стопа доносе пре свега имајући у виду кретање каматних стопа на међународним тржиштима.

Примена новог режима је дала резултате. На крају 2007. године, циљ је био остварен и инфлација се кретала у оквирима циљаног распона. Али, циљ за 2008. годину није био остварен и базна инфлација је на крају године била значајно изнад горње границе циљаног распона (10,3%). Један од главних узрочника таквог стања је била серија екстерних шокова, а инфлаторна очекивања су додатно била подстакнута и последицама међународне кризе ликвидности, нестабилним кретањем на девизном тржишту, повећањем премије ризика и видно смањеним приливом капитала, чије је дејство било у супротности са дезинфлаторним дејством смањења агрегатне тражње. Разлози за неостварење задатог циља леже и у нестабилној политичкој сцени и експанзивнијем карактеру фискалне политике у тој години. И поред рестриктивне монетарне политике Народне банке Србије циљ није испуњен, па је као реакција Народне банке Србије уследило повећање референтне каматне стопе пет пута до октобра (са 10% на 15,75%) да би крајем октобра она била повећана још за 200 базних поена. Ови потези су били усмерени и према смиривању курса динара и проблема повлачења девизне штедње грађана, али је депресијација динара од око 14% узроковала одступање од горњег границе циљане инфлације.

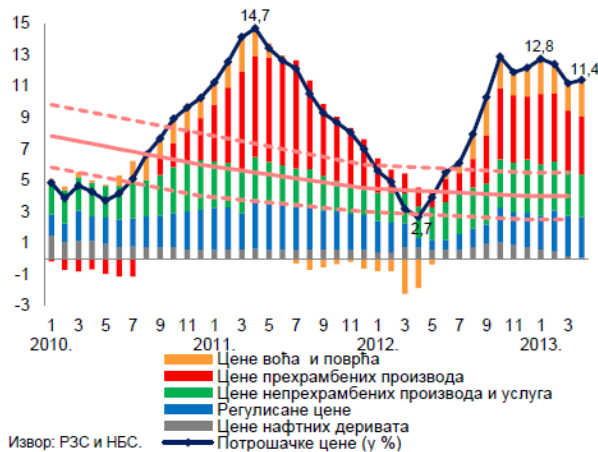
Народна банка Србије је у јануару 2009. године прешла на циљање укупне инфлације. Прва година потпуног циљања инфлације протекла је у условима кулминације светске економске кризе. Инфлација се у току године кретала у границама циљаног распона, изузев у октобру и новембру када је била испод доње границе циљаног распона. Потрошачке цене су у четвртом тромесечју имале и даље низак раст, нарочито оне које се формирају слободно, на тржишту. Томе су допринели пре свега ниска агрегатна тражња и пад цена хране захваљујући доброј години у пољопривреди. У децембру се инфлација вратила у циљани распон и износила је 6,6%. Међугодишња инфлација је у октобру 2010. године прешла горњу границу дозвољеног одступања од циља, први пут од преласка Народне банке Србије на циљање укупне инфлације. Раст потрошачких цена је у наредна два месеца настављен и крајем 2010. године је износио 10,3% (циљ за крај године је био кретање инфлације у границама $6\pm 2\%$). У основи инфлаторних притисака у току Т4 били су пре свега високи трошкови у производњи индустријско-прехранбених производа, због поскупљења пољопривредних производа (у свету и у Србији) ефеката депресијације динара у претходном периоду и повећаних инфлационих очекивања. Као последица пада домаће тражње и лоше године у пољопривреди, економска активност је, након високог раста у Т3, била у паду у Т4.

С друге стране, позитиван допринос расту бруто друштвеног производа дао је нето извоз, чему је, поред депресијације динара, допринео и раст цена кључних извозних производа Србије на светском тржишту, али и опоравак иностране тражње. Проширење негативног производног јаза у Т4 указује да је ниска домаћа тражња и даље важан дезинфлаторни фактор. С циљем обуздавања инфлационих притисака, Народна банка Србије је у Т4 и почетком 2011. године наставила са предузимањем рестриктивних мера монетарне политике и референтна каматна стопа је повећана са 9,5% на 12,0%. Инфлација је током четвртог тромесечја 2011. године наставила да пада и у децембру се спустила ка горњој граници дозвољеног одступања од циља – износила је 7% (циљ је био дефинисан у границама $4,5\pm 1,5\%$). Пад инфлације је био нешто бржи него што је то предвиђала централна пројекција која је објављена у Извештају о инфлацији у новембру 2011. године, пре свега због високог (обрачунатог) пада цена воћа и поврћа у децембру. Пад инфлационих притисака утицао је на смањење инфлационих очекивања током четвртог тромесечја за два процентна поена. Тиме су се инфлациона очекивања за годину дана унапред приближила горњој граници дозвољеног одступања од циља. Међугодишња инфлација је у априлу 2012. године забележила минимум (2,7%) спустивши се незнатно испод доње границе дозвољеног одступања од циља. У наставку тромесечја уследило је њено повећање, као и нешто приближавање горњој граници циља брже од очекиваног – у јуну на ниво од 5,5%. Инфлација је у другом тромесечју износила 3,1% и њен раст је био опредељен пре свега растом цена непрерађене хране и цена производа и услуга са високом увозном компонентом.

Почетком 2013. године је дошло до смиривања инфлаторних притисака. Таква констатација се може приписати пре свега чињеници да су месечне стопе инфлације у последњих шест месеци износиле 0,25%, што је у складу са циљаним нивоом инфлације ($4\pm 1,5\%$) иако је годишња стопа инфлације у априлу 2013. године износила

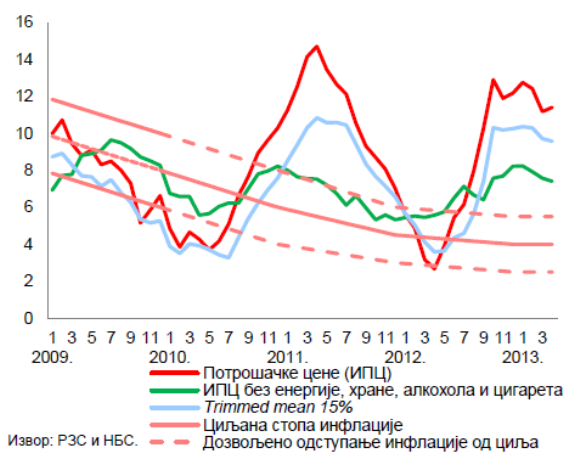
11,4%. До успоравања инфлације је најпре дошло, крајем 2012. године у сектору хране, а потом и код непрехрамбених производа.

График 18: Допринос компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Извор: РЗС и НБС.

График 19: Кретање цена (међугодишње стопе у %)

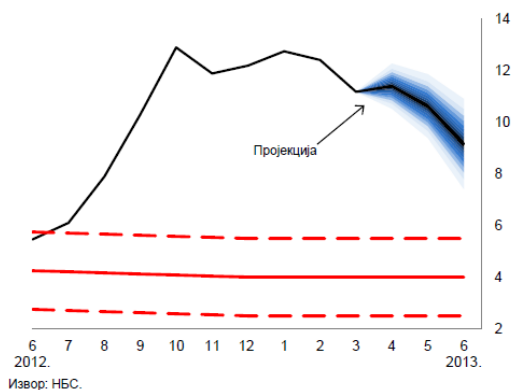


Извор: РЗС и НБС.

Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији.

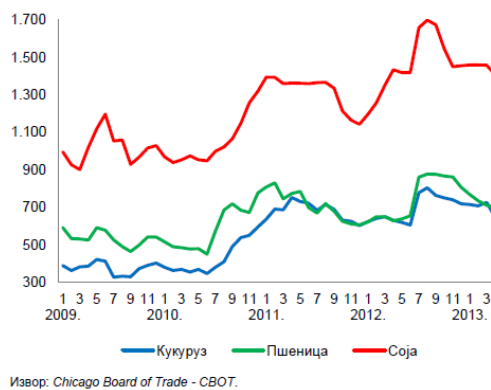
Базна инфлација (инфлација по искључењу хране и енергије) је у прва четири месеца 2013. године у просеку износила 0,25%. Сличан раст су имале и цене прерађене хране, док су само цене непрерађене хране, и то пре свега поврћа, забележиле значајнији сезонски раст. Од регулисаних цена, дошло је до раста цена лекова и природног гаса, као и цена цигарета, због корекције акциза. Према извештајима народне банке Србије, до знатнијег повећања инфлације у априлу 2013. године од 0,8% је дошло пре свега због поскупљења неколико повртарских производа, као и да то не би требало да има утицаја на динамику њеног враћања у предвиђене оквире.

График 20: Краткорочна пројекција светских цена (USD/bushel)



Извор: НБС.

График 21: Кретање инфлације примарних производа (међугодишње стопе у %)

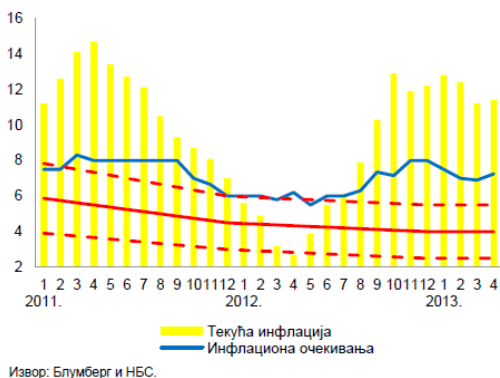


Извор: Chicago Board of Trade - CBOT.

Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији.

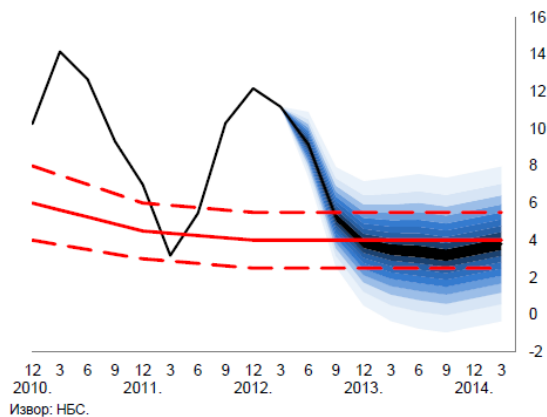
Последњих месеци су цене примарних пољопривредних производа опале укупно 20% и то како на светском, тако и на домаћем тржишту, у односу на максимум у августу прошле године. Према тржишним очекивањима, тај тренд смањења би требао да се настави и у току ове године, обзиром на повољне прогнозе приноса пољопривредних производа на глобалном нивоу. Таква кретања би требало да услове даљи пад трошкова у производњи хране, што би требало да има дезинфлаторан ефекат. Оно што се очекује у наредном периоду је даљи пад цена воћа и поврћа, које су на поприлично високом нивоу, након суше из претходне године. Захваљујући паду светске цене нафте од 7%, дошло је до смањења цена нафтних деривата, уз могућност додатног појефтинјења. Поред тога, пад премије ризика земље и умерено јачање динара у претходном периоду су условили и пад цене увозних производа, допринели су смањењу месечне инфлације. Очекује се да пад годишње инфлације допринесе паду инфлаторних очекивања, што би додатно утицало на убрзање дезинфлаторног процеса

График 22: Циљана инфлација и инфлаторна очекивања 12 месеци унапред финансијски сектор (међугодишње стопе у %)



Извор: Блумберг и НБС.

График 23: Пројектована инфлација (међугодишње стопе у %)



Извор: НБС.

Извор: Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији.

На раст инфлације у наредном периоду ће утицати на раст регулисаних цена, обзиром на поскупљење електричне енергије. Ипак, очекивања представника монетарне власти су да ће то само успорити пад инфлације, али да неће угрозити њено враћање у границе циља. Међугодишња инфлација ће бити у паду и због ефекта базе, будући да ће из њеног обрачуна постепено бити искључена прошлогодишња поскупљења, нарочито из периода мај-октобар 2012. године. Процењујући да су инфлаторни притисци у паду и да је повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља изванредно познат, Народна банка Србије је донела одлуку да у јуну 2013. године смањи референтну каматну стопу за 0,25 п.п. тако да је износила 11%. Стабилност цена је нужна претпоставка стабилизације целокупног финансијског система, па је неопходно узети у обзир све факторе који би могли да утичу на одступање од планираних оквира њеног кретања. Колико су представници монетарне власти у Србији у томе успешни, остаје да видимо на основу кретања стопе инфлације у наредном периоду.

4. Инструменти монетарног регулисања у Србији

Народна банка Србије је у претходном периоду користила широк опсег монетарних инструмената, од којих неке у већем обиму и у дужем временском периоду, а друге као помоћне инструменте у кратком временском периоду. Са променом режима монетарне политике Народне банке Србије, на значају добијају индиректни инструменти монетарне политике, који омогућавају централној банци да успешно спроводи монетарну политику ради остваривања њеног основног циља – стабилност цена. Референтна каматна стопа је основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије. Постојећи инструменти и мере монетарне политике, операције на отвореном тржишту и сталне олакшице, укључујући и улогу референте каматне стопе са коридором каматних стопа, у значајној мери су, по својим основним карактеристикама и функцијама, усаглашени са монетарним инструментима Европске централне банке.

Народна банка Србије обавезну резерву користи као помоћни инструмент само када су исцрпени ефекти осталих тржишних мера монетарног регулисања. Одлуку о висини стопа, као и основици за обрачун обавезне резерве, доноси Извршни одбор Народне банке Србије. Што се тиче обавезне резерве, одступање од прописа Европске уније је веће с обзиром да овај инструмент има ефикасну улогу у повлачењу структурног вишка ликвидности домаћег банкарског сектора. Значајније унапређење овог инструмента монетарне политике (снижење стопе обавезне резерве која је у периоду од 11.6.-10.7.2006. године износила 60% на обавезе у динарима по депозитима и кредитима примљеним из иностранства с роком отплате до две године, а 40% на обавезе с роком отплате преко две године. Одлуком о обавезној резерви банака код Народне банке Србије¹⁰⁸ је прописано да банке почев од 17. марта 2010. године не обрачунавају обавезну резерву на износ обавеза у динарима и девизама по основу депозита, кредита и других средстава примљених из иностранства у периоду од 1.10.2008.-31.03.2010. године и то до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза, а најкасније до 31.12.2013. године. Извршни одбор Народне банке Србије је усвојио 01.11.2010. године нову Одлуку о обавезној резерви, у циљу спречавања додатног убривања ликвидности у систем, што је подстакнуто стопом инфлације која је била изнад планиране горње границе. Основне новине које су предложене новом одлуком су се односиле на прописивање диференцираних стопа обавезне резерве које се примењују на динарску и девизну основицу, у зависности од рочности, односно извора финансирања банака. У наредној табели су представљене актуелне стопе обавезне резерве које примењује НБС.

¹⁰⁸ Закон о Народној банци Србије (2010) Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, Службени гласник РС, бр. 12/2010

Табела 8: Актуелне стопе обавезне резерве Народне банке Србије

	До две године	Преко две године
У динарима	5%	0%
У девизама	29%	22%
У девизама-на динарске обавезе индексиране девизном клаузулом	50%	50%

Извор: Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/index.html, приступљено 17. јуна 2013. Године

Табела 9: Издавање обавезне резерве Народне банке Србије

У динарима	<ul style="list-style-type: none">- Износ обрачунат применом стопе (5%) на динарске изворе до две године,- 32% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе до две године, у динарској противвредности,- 24% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе преко две године, у динарској противвредности
У девизама	<ul style="list-style-type: none">- 68% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе до две године,- 76% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе преко две године.

Извор: Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/index.html, приступљено 17. јуна 2013. године

Како је већ истакнуто, референтна каматна стопа Народне банке Србије Србије представља главни инструмент монетарне политике, док остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта. Референтна каматна стопа је каматна стопа која се примењује у спровођењу основних операција монетарне политике и та стопа утиче на краткорочне каматне стопе на тржишту новца. Улога референтне каматне стопе, као основног инструмента монетарне политике, мора бити подржана симетричним кретањем осталих каматних стопа – од каматне стопе на депозитне олакшице, као најниже, до каматне стопе на кредитне олакшице, као највише каматне стопе које Народна банка Србије примењује на новчаном тржишту. Референтна каматна стопа има улогу сигнализирајуће каматне стопе у спровођењу монетарне политике и она се користи при утврђивању других каматних стопа у спровођењу монетарне политике. Референтну каматну стопу утврђује Извршни одбор на седницама које се одржавају по унапред утврђеном и објављеном календару. Одлуке о променама референтне каматне стопе, укључујући промену осталих каматних стопа у коридору, Извршни одбор доноси на основу анализа и прогноза макроекономских и инфлаторних кретања и о разлозима њихове промене обавештава јавност.

Законом о Народној банци Србије прописано је да Народна банка Србије може издавати краткорочне хартије од вредности које гласе на домаћу или страну валуту¹⁰⁹. У складу са овим законом, а на основу посебних одлука Извршног одбора и гувернера, Народна банка Србије емитује краткорочне благајничке записе, које гласе на динаре, ради повлачења вишкова ликвидности из банкарског сектора путем репо продаје тих записа банкама. Чланом 36. Закона о Народној банци Србије утврђено је да Народна банка Србије операције на отвореном тржишту спроводи куповином и продајом хартија од вредности, као и обављањем других послова с тим хартијама и другим финансијским инструментима. Операције на отвореном тржишту ближе су уређене посебном одлуком Извршног одбора о условима и начину на који Народна банка Србије спроводи операције на отвореном тржишту, оперативним правилима донетим за спровођење те одлуке, као и оквирним уговором о обављању репо и/или трајне куповине и продаје хартија од вредности закљученим с банкама. У зависности од циљева, динамике и начина спровођења, операције на отвореном тржишту које спроводи Народна банка Србије се могу разврстати на:

- главне операције,
- операције дужих рочности,
- операције финог подешавања.

Главне операције имају најважнију улогу у остваривању циљева операција на отвореном тржишту. Спровode се путем реверзне репо трансакције, односно репо продаје хартија од вредности, с роком доспећа трансакције од једне недеље. Народна банка Србије спроводи главне операције редовно, на стандардним аукцијама, према унапред утврђеном календару аукција, и у њиховом спровођењу примењује се референтна каматна стопа Народне банке Србије. Операције дужих рочности спровode се првенствено ради тога да се на дужи рок обезбеди недостајућа ликвидност банкарског сектора, односно повуку вишкови ликвидности. Спровode се, по правилу, на стандардним аукцијама. Операције финог подешавања спровode се, по потреби, ради спречавања или ублажавања ефеката изненадних поремећаја ликвидности банкарског сектора, а посебно због њиховог утицаја на кретање краткорочних каматних стопа, на брзим аукцијама, односно истог дана када је донета одлука о организовању аукције.

Предмет операција су хартије од вредности чији су издаваоци Народна банке Србије и Република Србија. Народна банка Србије обавља двонедељну репо продају сопствених благајничких записа (трансакције за повлачење ликвидности) на редовним аукцијама по фиксној каматној стопи, према унапред објављеном календару аукција. Трансакције са хартијама од вредности обављају се електронски, преко аукцијске платформе

¹⁰⁹ Измене и допуне Закона о Народној банци Србије, Службеном гласнику РС“, бр, 55/2004, 85/2005 – др.закон, 44/2010, 76/2012 и 106/2012, Члан 35. Став 1.

Народне банке Србије, коришћењем RTGS (*Real Time Gross Settlement*) система. Основне карактеристике концепта спровођења операција на отвореном тржишту су¹¹⁰:

- Аукцијско трговање хартијама од вредности између Народне банке Србије и банака обавља се преко веб платформе Монетарне операције Народне банке Србије,
- Предмет аукција могу бити динарске хартије од вредности без девизне клаузуле које издају Народна банка Србије, Република Србија и међународна финансијска организација и развојна банка или финансијска институција чији је оснивач страна држава и чији је кредитни рејтинг агенција за процену рејтинга Standard & Poor's или Fitch-IBCA утврдила са „AAA“, односно Moody's са „Aaa“,
- Аукције могу бити по фиксној каматној стопи (аукције на којима се купују, односно продају хартије од вредности по каматној стопи коју је Народна банка Србије унапред фиксно утврдила и саопштила учесницима) и по варијабилној каматној стопи (аукције на којима се купују, односно продају хартије од вредности по каматној стопи која се формира на бази понуде и тражње учесника у купопродајним трансакцијама),
- Учесници у трансакцијама куповине и продаје хартија од вредности са Народном банком Србије могу бити банке које испуњавају прописане услове,
- Клиринг и салдирање обавеза и потраживања у хартијама од вредности и новцу насталих на основу закључених трансакција куповине и продаје хартија од вредности обавља Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности – по DVP (Delivery versus Payment) моделу.

Табела 10: Преглед аукцијске трговине ХоВ којима Народна банка Србије обавља операције на отвореном тржишту

Год.	Планирани износ повлачења ликвидности (у милијардама)	Планирани износ обезбеђења ликвидности (у милијардама)	Износ репо продатих хартија од вредности (у милијардама)	Износ репо купљених хартија од вредности (у милијардама)	Просечна пондерисана каматна стопа за репо продате ХоВ (у %)	Просечна пондерисана каматна стопа за репо купљене ХоВ (у %)
2002			46,62		12,79	
2003			33,35		10,37	
2004			77,05		14,85	
2005			217,37		15,58	
2006			1.083,56		18,02	
2007			3.873,83			

¹¹⁰ Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_2/index.html, приступљено 6. јула 2013. године.

					10,40	
2008			5.239,12		14,67	
2009			3.121,91		1,65	
2010			2.510,40		8,97	
2011			2.136,08		11,42	
2012	-73,00	88.5,00	-1.273,22	67,48	9,59	11,00
2013	-4.285,00	0,00	-4.247,20	0,00	8,93	-

Извор: Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/latinica/33/33_5/oot/index.html, приступљено 15. августа 2013. године

Посебном одлуком Извршног одбора¹¹¹, уређене су кредитне олакшице – кредити за регулисање дневне ликвидности банака на бази хартија од вредности: дневни кредит са одржавање ликвидности (intraday credit) и преконоћни кредит за одржавање ликвидности (overnight credit). На износ коришћеног и враћеног дневног кредита банка не плаћа камату НБС, док на износ преконоћног кредита банка плаћа Народној банци Србије камату у висини референтне каматне стопе увећане за 2,5 процентна поена. Преконоћни кредит с припадајућом каматом банка је дужна да врати Народној банци Србије наредног радног дана до 11.00 часова. Колатерал за дневне и преконоћне кредите су хартије од вредности чији су издаваоци Народна банка Србије и Република Србија. Посебном одлуком Извршног одбора – Одлука о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије¹¹², уређене су депозитне олакшице – депоновање вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије. На износ средстава који је банка депоновала, Народна банка Србије плаћа камату. Коришћење кредитних и депозитних олакшица је аутоматизовано. Каматне стопе на сталне олакшице представљају својеврстан коридор за каматне стопе на међубанкарском тржишту новца. Оне представљају битан сигурносни фактор у процесу управљања ликвидношћу банкарског сектора, утичући тиме на смањење флукуација краткорочних каматних стопа на међубанкарском тржишту, које би биле израженије да те олакшице не постоје. Каматне стопе на сталне преконоћне олакшице одређују се према висини референтне каматне стопе, и то у распону од

- стопа на кредитне олакшице – референтна каматна стопа +2,5 п.п;
- стопа на депозитне олакшице – референтна каматна стопа –2,5 п.п.

¹¹¹ Закон о Народној банци Србије, Одлука о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залоге хартија од вредности, Сл. гласник РС, бр. 52/2008 и 40/2010.

¹¹² Закон о Народној банци Србије, Одлука о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, Сл. гласник РС, бр. 48/2004, 60/2007, 35/2008 и 73/2008.

Табела 11: Преглед емитованих благајничких записа Народне банке Србије

Година	Обим емисије		Трајно продато ¹¹³	
	За трајну продају (у милијардама)	За репо продају (у милијардама)	Номинална вредност (у милијардама)	Дисконтна вредност (у милијардама)
2000	0,40		0,175	0,17
2001	3,05		25,05	24,67
2002	74,95		47,20	46,62
2003	88,20		33,56	33,35
2004	233,80		77,48	77,05
2005	5,70	10,00	3,76	3,74
2006	7,50	200,00	7,50	6,98
2007	52,00	550,00	51,47	48,61
2008	24,00	500,00	23,14	21,45
2009	2,00	500,00	2,00	1,83
2010		500,00		
2011		500,00		
2012		500,00		
2013		500,00		

Извор: Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_2/30_4_2_3_0.html.

Као главни фактори који ометају спровођење монетарне политике су високо учешће кредита индексираних у иностраној валути ограничава ефикасност трансмисионог механизма путем канала каматне стопе. У таквим околностима, каматне стопе на кредите пре свега зависе од иностраних каматних стопа, кретања девизног курса, као и степена конкурентности банака, а у мањој мери од референтне каматне стопе НБС. Неразвијеност домаћег финансијског тржишта такође умањује ефикасност монетарне политике, пре свега због неразвијености секундарног тржишта новца и непостојања каматне стопе која би била референтна за формирање криве приноса на тржишту новца. Поред тога, банкарски сектор у Србији располаже вишковима динарске ликвидности које доминантно пласира у краткорочне хартије од вредности Народне банке Србије, као и у државне записе, с обзиром да на тржишту тренутно нема других висококвалитетних производа. Са друге стране, домаће девизно тржиште је плитко и постоји потреба да Народна банка Србије повремено интервенише на том тржишту ради поспешивања промета и обезбеђења његовог несметаног функционисања.

¹¹³ Од фебруара 2009. године, НБС не организује трајну продају БЗНБС.

5. Независност и транспарентност Народне банке Србије

Као и у случају Европске централне банке, тако су и Законом о Народној банци Србије прецизирани одређени аспекти њене независности. Законом се прописује да је Народна банка Србије самостална и независна у обављању функција утврђених овим и другим законом и да подлеже надзору Народне скупштине Републике Србије, којој је и одговорна за свој рад. Чланом 2. се утврђује забрана за Народну банку Србије, њене органе и чланове ових органа да, у обављању својих функција, примају или траже упутства од државних органа и организација, као и од других лица. Такође, изричито је прописана и забрана овим лицима (државним органима, организацијама и другим лицима) да угрожавају самосталност и независност Народне банке Србије, као и да врше утицај на њене органе и чланове тих органа у обављању њихових функција. Закон садржи бројне одредбе којима се уређује однос Народне банке Србије према Народној скупштини и Влади, а нарочито према Министарству финансија. Народна банка Србије подлеже надзору Народне скупштине и њој одговара за свој рад. У складу са тим су утврђене следеће обавезе извештавања:

- програм монетарне политике за наредну годину Народној скупштини се доставља, ради информисања, најкасније до 15. децембра текуће године,
- годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење те политике, као и годишњи извештај о стабилности финансијског система се подносе Народној скупштини, најкасније до 30. јуна наредне године,
- полугодишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење те политике - подноси се Народној скупштини, најкасније до 30. септембра текуће године,
- годишњи извештај о пословању и резултатима рада Народне банке Србије се подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године.

Гувернер у Народној скупштини образлаже програм монетарне политике и наведене извештаје, међутим, изричито је утврђено да Народна скупштина не може Народној банци Србије давати било каква упутства на основу достављеног програма или поднетих извештаја. Поред тога, Савет доставља Народној скупштини годишње финансијске извештаје, са извештајем овлашћеног ревизора ради информисања до 30. јуна наредне године, док се финансијски план за наредну годину Народној скупштини доставља најкасније до 31. децембра текуће године. Народна скупштина бира гувернера, на предлог председника Републике Србије и доноси одлуку о његовом разрешењу. Народна скупштина такође бира председника и чланове Савета (надзорног органа Народне банке Србије) на предлог скупштинског одбора за финансије и доноси одлуку о разрешењу тих чланова. Осим тога, Савет има и обавезу да Народну скупштину најмање једном годишње извести о свом раду. Однос Народне банке Србије

према Влади Републике Србије, а нарочито према Министарству финансија, уређен је следећим одредбама:

- министар финансија се позива на седнице Извршног одбора и на тим седницама учествује без права гласа. С друге стране, гувернер може бити позван на седницу Владе,
- Влада, односно надлежна министарства достављају Народној банци Србије, ради давања мишљења, нацрте закона и других прописа који су у вези с циљевима, функцијама, правима и обавезама Народне банке Србије, као и нацрт меморандума о буџету, економској и фискалној политици и нацрт закона којим се уређује буџет,
- министарство финансија, најмање једном годишње, доставља Народној банци Србије писмено обавештење о планираним новим задужењима Републике Србије у иностранству, као и о очекиваним коришћењима иностраних кредита и отплатама по тим кредитима, ради сагледавања утицаја ових задужења на утврђивање и спровођење монетарне политике. Поред тога, ово министарство благовремено обавештава Народну банку Србије о свим трансакцијама Републике Србије које се односе на њено спољно задужење.

Законом о Народној банци Србије је обезбеђена њена независност у погледу одабира циљева и инструмената монетарне политике. али обзиром да гувернера Народне банке Србије, као и чланове Савета бира Народна скупштина на предлог председника и доноси одлуку о његовом разрешењу, онда степен независности мало губи на значају. Иако је монетарна политика само део укупне економске политике и свакако мора постојати међусобна координација, централна банка мора бити независна у избору циљева и инструмената, али и кадра који доноси одлуке управо о циљевима и инструментима. Обзиром да Извршни одбор Народне банке Србије чине гувернер, вицегувернери (које бира Народна скупштина на предлог председника и гувернера, редом) и директор Управе за надзор (кога такође бира Народна скупштина на предлог одбора Народне скупштине надлежног за послове финансија на период од 6 година, са могућношћу поновног избора) а он утврђује монетарну и девизну политику, успешност примене закона о немогућности деловања на поменуте органе управљања је умањена, а персонална независност и не баш обезбеђена. Тиме што се поједини чланови бирају на период (6 година) који је дужи од трајања мандата посланика Народне скупштине (4 године) иде у прилог дугорочној оријентацији монетарне политике и одабиру њених циљева у складу са дугорочном ценовном и финансијском стабилношћу земље. Предлог Закона о изменама и допунама Закона о Народној банци Србије¹¹⁴ још више доприноси смањењу независности. Наиме, чланом 13. је предвиђено различито трајање мандата функционера Народне банке Србије и то тако да се код првог избора чланова Савета, председник Савета бира на период од 5 година, а остали чланови Савета на четири, три, две и једну годину, док ће сваки наредни избор председника и чланова

¹¹⁴ Народна банка Србије, Предлог Закона о изменама и допунама Закона о Народној банци Србије, http://www.parlament.gov.rs/upload/archive/files/lat/pdf/predlozi_zakona/3480-12Lat.pdf.

Савета бити на период од 5 година. Приликом првог избора директора Управе за надзор, његов мандат је ограничен на 5 година, а сваки наредни избор на период од шест година. Након истека мандата вицегубернера изабраних до дана ступања на снагу новог закона, предложено је да се код првог следећег избора један вицегубернер бира на период од четири године, други на три а остали на две године. Сваки наредни избор вицегубернера биће на период од шест година. Оно што је такође предвиђено новим законом је да у случају престанла рада члана Савета, односно вицегубернера пре истека мандата на који је изабран, нови члан Савета се бира на период до истека мандата функционера коме је функција престала. Циљ оваквог опредељења је обезбеђење континуитета у раду органа Народне банке Србије и у будућем периоду, али је тај циљ тешко реализовати у пракси. Дужина мандата гувернера Народне банке Србије говори о „успешно“ реализованој персоналној независности.

Табела 12: Списак гувернера Народне банке Србије

Губернер	Дужина трајања мандата
Вук Огњановић	15. VII 1992. – 15. VII 1993.
Борисав Атанацковић	16. VII 1993. – 20. X 1993.
Драгослав Аврамовић	2. III 1994. – 15. V 1996.
Душан Влатковић	26. VI 1997. – 27. XI 2000.
Млађан Динкић	28. XI 2000. – 3. II 2003.
Млађан Динкић	4. II 2003. – 22. VII 2003.
Кори Удовички	23. VII 2003. – 25. II 2004.
Радован Јелашић	25. II 2004. – 28. VII 2010.
Дејан Шошкић	29. VII 2010. – 6. VIII 2012.
Јоргованка Табаковић	6. VIII 2012. - данас

Извор: Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/10/10_8/10_8_2.html.

Земље у транзицији, земље у развоју и неразвијене земље свакако морају знатно више усаглашавати вођење монетарне политике са општом економском политиком Владе, па је у том контексту и немогућа потпуна самосталност и независност централне банке. Али, са друге стране, честа промена гувернера, како је приказано у претходној табели, указује на немогућност одржања континуитета у вођењу монетарне политике који је неопходан. Монетарна стратегија треба да буде флексибилна и прилагођена новонасталим условима, али честа измена чланова управних органа не може допринети њеној стабилности.

Транспарентност у раду свих централних банака, самим тим и Народне банке Србије, је нужна претпоставка изградње и очувања кредибилитета у вођењу монетарне политике. Народна банка Србије јавност и тржиште редовно обавештава о остварењу циљева инфлације, разлозима који су допринели остварењу односно одступању од дефинисаних циљева, као и предузетим мерама монетарне политике како би се у

средњем року испоштовао одабрани правац акције. Велики утицај на кретање инфлације имају инфлаторна очекивања на чије формирање итекако утиче отвореност и транспарентност у раду, којом се омогућава учесницима на финансијском тржишту да боље разумеју акције монетарне политике, а потом своје активности усагласе са истим. Народна банка Србије остварује комуникацију са јавношћу и посебним интересним групама (стручна јавност, финансијска тржишта, синдикати, привредне коморе, медији, Влада Републике Србије, пословна удружења, владе других земаља и међународне организације) посредством својих редовних извештаја, конференција за новинаре након седница Извршног одбора и саопштења након доношења одлука о мерама монетарне политике. Веома важну улогу имају семинари, конференције и публикације посвећене посебним темама. Свакако, најважније средство комуникације Народне банке Србије представља Извештај о инфлацији, који садржи информације о испуњењу циљева у погледу инфлације и намерама Народне банке Србије. У питању је и интерни документ, који представља основ за доношење одлука Извршног одбора, али и екстерни, јер представља основ комуникације Народне банке Србије са јавношћу, на свеобухватан, континуиран и прецизан начин. Он садржи информације о тренутној и очекиваној стопи инфлације, анализу макроекономских кретања која су условила такво стање, објашњење разлога који леже у основи донетих одлука органа управљања и оцену ефикасности монетарне политике. Посебан акценат је стављен на антиципирање инфлације, као и анализи главних ризика који могу условити одступање од циљаног нивоа. Циљ повећаног нивоа транспарентности и комуникације јесте уверавање јавности у одлучност остварења циљане стопе инфлације, повећање ефикасности и кредибилитета монетарне политике. Извештаји садрже пројекције инфлације које су детерминисане бројним факторима и оне служе као веома битан елемент приликом доношења одлука о кретању висине референтне каматне стопе, као најважнијег инструмента монетарне политике Народне банке Србије. Приликом пројектовања будућег кретања инфлације полази се од интерних и екстерних претпоставки, на бази примене економетријских модела и добијених резултата. Као екстерне се користе инфлација у САД и Европској унији, цена нафте на светском тржишту, каматне стопе у Европској унији, а као интерне кретање бруто друштвеног производа, ниво регулисаних цена, буџетски суфицит/дефицит, кретање реалног девизног курса, кретање реалне каматне стопе. Обзиром да се се ни једна од ових претпоставки не може предвидети са апсолутном прецизношћу, а неке које могу имати значај утицај на ниво инфлације и нису обухваћене анализом (непредвиђени интерни или екстерни шок) пројектовање инфлације је скопчано са бројним ризицима. Индекс транспарентности Народне банке Србије¹¹⁵ представља збир подиндекса за сваки од пет аспеката транспарентности: политички, економски, процедурални, транспарентност одлука политике и операционална транспарентност. Народна банка Србије је добила укупно 9,5 бодова за транспарентност монетарне политике (од 15). Политичка транспарентност од 2 бода је прилично висока, због тога што Народна банка Србије има јасно дефинисан основни циљ монетарне политике. Максималан број бодова (3) је добијен за економску транспарентност, обзиром да се у Извештају о

¹¹⁵ Крушковић Б. (2008) Транспарентност у раду националних банака, Индустрија, 36 (2) стр.127.

инфлацији објављује формални макроекономски модели који се користи за анализу монетарне политике, као и макроекономске прогнозе. Процедурална транспарентност је оцењена са 1,5 бодова, јер Народна банка Србије објављује експлицитно правило монетарне политике у оквиру монетарне стратегије и записнике са седница Извршног одбора. Са исто толико бодова је оцењена и транспарентност одлука политике, јер Народна банка Србије објављује своје одлуке, али не даје индикацију будућих акција политике. И операционална транспарентност је оцењена са 1,5 бодова, зато што Народна банка Србије објашњава допринос монетарне политике циљној стопи инфлације, али без дискусије о грешкама у претходним прогнозама. Број додељених бодова указује да у свим аспектима транспарентности (осим у економском) постоји велики простор за њено повећање.

Демократска одговорност Народне банке Србије се манифестује кроз вршење надлежности Савета, као надзорног органа, односно кроз обавезе извештавања које други органи имају према Савету. Тако је чланом 24. Закона о Народној банци Србије утврђена дужност гувернера да најмање једном у три месеца Савету достави извештај о спровођењу монетарне политике, издавању и одузимању дозвола за рад и вршењу контролне, односно надзорне функције Народне банке Србије, као и о доношењу прописа из њене надлежности. Поред тога, Савет може, ради обављања послова који су му дати у надлежност, захтевати од гувернера да му достави одговарајућу документацију и податке који су настали у раду Народне банке Србије. С друге стране, у вези са принципима демократске одговорности и транспарентности Народне банке Србије према Народној скупштини, установљени су извесни поступци који обезбеђују остваривање ових принципа (подношење годишњег извештаја, општа дебата о монетарној политици, излагања планова и програма пред надлежним скупштинским одборима, образлагање извештаја итд). Као што је наведено, Закон прописује обавезу подношења извештаја за Народну банку Србије:

- програм монетарне политике за наредну годину Народној скупштини се доставља, ради информисања, најкасније до 15. децембра текуће године,
- годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење политике, као и годишњи извештај о стабилности финансијског система подноси се Народној скупштини, најкасније до 30. јуна наредне године,
- полугодишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење политике подноси се Народној скупштини, најкасније до 30. септембра наредне године;
- годишњи извештај о пословању и резултатима рада Народне банке Србије подноси се Народној скупштини, најкасније до 30. јуна наредне године.

Демократска одговорност и транспарентност рада Народне банке Србије је ојачана и одредбом Закона о Народној банци Србије која прописује обавезу да програм монетарне политике који је доставила Народној скупштини без одлагања објави у Службеном гласнику РЦ, као и одредбом којом је утврђена дужност гувернера да

програм монетарне политике и наведене извештаје образлаже у Народној скупштини. Поред тога, Савет доставља Народној скупштини годишње финансијске извештаје Народне банке Србије, са извештајем овлашћеног ревизора, до 30. јуна наредне године, а Народна банка Србије је дужна да ове извештаје објави у Службеном гласнику РС у року од месец дана од дана њиховог достављања Народној скупштини. Финансијски план за наредну годину Народној скупштини се, ради информисања, доставља најкасније до 31. децембра текуће године. У вези с транспарентношћу Народне банке Србије, у Службеном гласнику Републике Србије се објављују статут и одлука о утврђивању режима курса динара, а референтна каматна стопа се објављује на Интернет презентацији Народне банке Србије. Поред тога, у складу са Законом о слободном приступу информацијама од јавног значаја¹¹⁶, Народна банка Србије објављује свој Информатор о раду (публикацију која садржи релевантне податке о надлежностима, организационој структури и функционисању, као и о начину на који заинтересована лица, у складу са тим законом, могу да остваре своја права на информације у вези са активностима Народне банке Србије). Све указује на велику транспарентност у њеном раду, посебно у последњих неколико година, што враћа поверење у могућност пружања подршке монетарне политике опоравку привреде Србије.

6. Хармонизација монетарне политике Народне банке Србије са монетарном политиком Европске централне банке

Стратешко опредељење Србије је приступање Европској унији, што условљава координација и хармонизација монетарне политике у Србији са монетарном политиком која се спроводи на територији еврозоне. У складу са тим, Народна банка Србије је изменама и допунама Закона о Народној банци Србије који је ступио на снагу 1. јула 2010. године извршила измене у складу са одредбама оснивачких аката Европске уније и Статута Европског система централних банака и Европске централне банке које се односе на:

- Јачање институционалне, персоналне, оперативне и финансијске независности Народне банке Србије – прецизирани су циљеви и јасно одређен приоритет међу њима, односно дефинисана је стабилност цена као примарни циљ, уз очување финансијске стабилности система. Законом је мандат гувернера и вицегувернера продужен на период од 6 година, са могућношћу поновног избора. Како је у претходном периоду мандата гувернера углавном трајао знатно краће од предвиђеног, измењена је процедура у избору гувернера и прописано је право на судско преиспитивање одлука у случају разрешења гувернера или неког од чланова Савета. Прописано је да се против неког управног акта Народне банке Србије, донетог у обављању њених функција може

¹¹⁶ Закон о слободном приступу информацијама од јавног значаја, Службени гласник РС”, бр. 120/2004, 54/2007, 104/2009 и 36/2010.

- водити управни спор, али да у том управном спору суд не може решити управну ствар за чије је решавање Законом о Народној банци Србије утврђена њена надлежност, све у циљу јачања независности, а услед условљености независности и кредибилитета, јачања кредибилитета централне банке,
- И у управљању Народном банком Србије је дошло до измена у циљу хармонизације. Извршни одбор, као један од три органа управљања, преузео је део одговорности дотадашњег Монетарног одбора, део одговорности коју је сносио гувернер у области супервизије банака, осигуравајућих друштава, добровољних пензионих фондова и друштава за финансијски лизинг, а такође и део одговорности Савета гувернера која се односи на доношење одлука којом се утврђује јединствена тарифа по којој Народна банка Србије наплаћује за извршене услуге. Поред промена у надлежности Извршног одбора, дошло је и до јачања улоге Савета гувернера као надзорног органа. Савет гувернера врши надзор над системом финансијског извештавања, управљања ризицима и унутрашњих контрола у Народне банке Србије, оцењује да ли су усвојене рачуноводствене политике и процедуре одговарајуће, усваја годишњи план о обављању интерне ревизије и периодично разматра извештаје о обављеној интерној ревизији, врши надзор над обављањем интерне ревизије и обављањем усклађености пословања у Народној банци Србије. Савет гувернера је такође задужен и за утврђивање режима курса динара, на предлог Извршног одбора и уз сагласност Владе,
 - Уместо коришћене есконтне стопе као главног инструмента монетарног регулисања, одабрана је референтна каматна стопа за остварење дефинисаног циља,
 - Како би се спречила употреба централне банке да кредитирањем државе подстакне инфлацију чија је стабилност у њеној надлежности, донета је забрана финансирања јавног сектора, при чему се ова забрана односи на кредите, позајмице, прекорачења по рачуну или друге видове кредитних олакшица Републици Србији, аутономној покрајини или јединици локалне самоуправе, јавним предузећима и другим правним лицима чији је оснивач Република Србија, аутономна покрајина или јединица локалне самоуправе, односно у којима имају контролно учешће. Такође, Народна банка Србије не може непосредно куповати хартије од вредности које издају ови субјекти. Забрана финансирања се не односи на дневне кредите чије рокове доспећа није могуће продужавати, као ни на кредите за измиривање обавеза Републике Србије по основу чланства у ММФ-у. Забрана се такође не односи на кредите и кредитне олакшице банкама у којима контролно учешће имају поменути субјекти,
 - У складу са Уставом Републике Србије, Народна банка Србије има право да предлаже законе,
 - Капитал Народне банке Србије је коригован, уведене су посебне резерве од 20 милијарди динара, и измењена правила у вези са дистрибуцијом профита и покривањем губитка.

Поред наведених измена, измењена је и одредба која се односи на статус запослених у Народној банци Србије (на права, обавезе и одговорности запослених из радног односа примењује се општи закон којим се уређују радни односи, уместо закона којим се уређују радни односи у државној администрацији) а додата је и изричита одредба да Народна банка Србије, гувернер, вицегувернери и други запослени не одговарају (чак ни након престанка функције) за штету која настане у обављању послова Народне банке Србије, осим ако се докаже да је та штета била проузрокована намерно или крајњом непажњом. Такође, важење појединих одредаба које се односе на сукоб интереса гувернера, вицегувернера и чланова Савета проширено је на све запослене.

Поступак хармонизације монетарне политике је посебно интензивирао избором режима таргетирања инфлације као монетарне стратегије и већ поменути главним инструментом монетарног регулисања, референтном каматном стопом. Неопходно је унапређење нормативног и оперативног оквира за примену инструмената и мера монетарне политике, у складу са прописима Европске уније. Доношење прописа којима се врши усаглашавање са прописима Европске уније је само један од елемената који утиче на оквир монетарне политике. Даље усаглашавање је под великим утицајем оствареног нивоа економске и финансијске стабилности, од даљег развоја финансијског тржишта, ликвидности банкарског система, степена отворености економије као и других услова у којима се спроводи и планира монетарна политика. Један од предуслова пуноправног чланства Србије у Европској унији је потпуна либерализација кретања капитала. Кретање капитала је у регулативи Србије уређено Законом о девизном пословању¹¹⁷. Потпуна и тренутна либерализација капиталних токова није реално изводљива, што је имало за резултат увођење постепене, фазне либерализације кретања капитала. Постепена либерализација се односи на дугорочне капиталне послове и то на директне инвестиције резидената и нерезидената, улагање резидената у власничке хартије од вредности у иностранству које нису директне инвестиције, као и у дужничке дугорочне хартије од вредности ако су њихови издаваоци државе чланице ОЕЦД и међународне финансијске институције, послови са финансијским дериватима као и дугорочни кредитни послови са иностранством. Депозитни послови резидената су делимично либерализовани, будући да поједине категорије физичких лица могу слободно да држе девизе у иностранству као и правна лица на основу одобрења Народне банке Србије ради обављања делатности у иностранству. Закон о девизном пословању садржи ограничења која се односе на краткорочно кретање капитала, па тако није дозвољено резидентима да улажу у краткорочне хартије од вредности у иностранству. Ово ограничење не односи се на Народну банку Србије и банке које те послове обављају под условима које је она прописала, као ни на домаће инвестиционе и добровољне пензијске фондове и друштва за осигурање, који ту врсту улагања врше у складу са законима који уређују њихово пословање. Такође, није дозвољено нерезидентима да улажу у домаће краткорочне хартије од вредности. Резидентима (банкама, правним лицима и предузетницима) није дозвољено да користе краткорочне финансијске кредите из иностранства за

¹¹⁷ Закон о девизном пословању, Службени гласник РС, бр. 62/2006.

измиривање обавеза у Републици (конверзија у националну валуту) ликвидност банака и друге намене које утврди Народна банка Србије. Ради наставка процеса либерализације кретања капитала извршене су реформе везане за израду измена и допуна Закона о девизном пословању, од којих се као најзначајније могу истаћи следеће:

- укинут је рок од 180 дана за унос девиза по извозу и за увоз који је унапред плаћен, већ се ови послови по истеку рока од годину дана сматрају кредитним послом са иностранством и евидентирани су код Народне банке Србије,
- укинута је обавеза уноса добити остварене извођењем инвестиционих радова у иностранству,
- регулишу се сви гаранцијски послови, а не само гаранција и јемстава која се сматрају кредитним пословима са иностранством, тако да ће, осим банке и домаће правно лице моћи да даје јемство нерезиденту по спољнотрговинском послу и да прибавља гаранције и јемства од нерезидента и по спољнотрговинском послу и по послу са другим правним лицем у Републици,
- омогућено је банкама, резидентима и нерезидентима да купују и продају девизе на девизном тржишту без прописивања намене за коју се куповина и продаја девиза врши,
- проширена је могућност девизног кредитирања у земљи, у том смислу да осим грађанима, банке ће моћи да одобравају кредит у девизама и правним лицима и предузетницима за куповину непокретности,
- повећан је број основа по којима се плаћање у земљи може вршити у девизама, тако да се плаћање у девизама односи и на разне црсте донација, било у хуманитарне, научне или културне сврхе, као и на програме и пројекте који се финансирају из развојне помоћи Европске уније,
- као кредитни посао са иностранством ће се сматрати и одобравање кредита резидентима у динарима од стране међународних финансијских институција и развојних банака или финансијских институција чији су оснивачи стране државе,
- омогућено је банкама да учествују у синдицираном финансијском кредиту који група страних кредитора одобрава резиденту, без обзира на намену, уколико је учешће банке најмање 10% од износа кредита. Поред тога, банци се омогућава да купује од нерезидента и продаје нерезиденту потраживање по основу учешћа у синдицираном финансијском или робном кредиту или зајму,
- омогућено је резиденту-правном лицу које је Република Србија основала посебним законом ради финансирања извоза, да кредитне послове са иностранством обавља у складу са тим посебним законом, ради несметаног обављања делатности за коју је основано.

До хармонизације политике у Србији са оном која се спроводити у Европској унији је дошло и на подручју банкарског сектора и то са становишта Сектора за контролу пословања банака, уз неопходне реформе у области банкарских прописа, закона и подзаконских аката, који су у великој мери у сагласности са изменама релевантних Директива. Донета је подзаконска регулатива којом се уводе Базел II стандарди у

пословање и супервизију банака са посебним освртом на долазеће Базел III стандарде. Основна решења у Закону о обавезном осигурању у саобраћају¹¹⁸ су у највећем делу усаглашена са регулативом Европске уније у овој области, с тим што је примена појединих решења одложена до приступања Републике Србије Европској унији, како због условљености тих решења чланством у ЕУ, тако и економским могућностима грађана и друштава за осигурање. За сада постоје одређена питања по којима усаглашеност није остварена. То се пре свега односи на садашњи степен развоја осигурања као и економске могућности друштава за осигурање. Тако је Предлогом закона о изменама и допунама Закона о осигурању¹¹⁹ извршена хармонизација са Директивама Европске уније за директна осигурања (животна и неживотна осигурања) и надзор групе друштава за осигурање и то по питањима надзора групе друштава за осигурање, обавезе информисања осигураника и професионалне тајне. Извршено је и додатно усаглашавање у вези са покрићем и пласманом техничких резерви, квалификованим учешћем и повезаним лицима, уговором о сарадњи и размени информација, обавештавањем од стране ревизора, редовним извештавањем - праћењем пословног плана, престанком дозволе за рад.. Реформа пензијског система започета је 2005. године, доношењем Закона о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима¹²⁰ којим је уведен систем добровољних пензијских фондова, тако да сада пензијски систем Републике Србије обухвата Први и Трећи стуб пензијског осигурања. Први стуб чини државни Фонд пензијског и инвалидског осигурања, који је обавезан за све запослене и који функционише по дистрибутивном систему. Трећи стуб чине добровољни приватни пензијски фондови који функционишу по систему акумулације и капитализације средстава и дефинисаних уплата, где висина пензије није гарантована, већ зависи од висине остварених приноса. Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима регулише материју оснивања и пословања друштава за управљање добровољним пензијским фондовима, организовања и управљања фондом, чланства у пензијским фондовима, накнада, извештавања, процене вредности имовине фонда, начина вршења надзора над друштвима за управљање добровољним пензијским фондовима, као и друга питања везана за систем добровољних пензијских фондова. Закон се примењује од 1. априла 2006. године.

Са аспекта усклађивања домаћих прописа са правним тековинама Европске уније, у области добровољних пензијских фондова релевантна је Директива 2003/41/ЕЗ Европског парламента и Савета од 3. јуна 2003. године о пословању и надзору установа за професионално пензијско осигурање¹²¹. Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима је делимично усклађен са Директивом 2003/41/ЕЗ. Измене Закона о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима су

¹¹⁸ Закон о обавезном осигурању, Службени гласник РС, бр. 51/2009.

¹¹⁹ Предлог Закона о измени и допуни Закона о осигурању,
http://www.parlament.gov.rs/upload/archive/files/lat/pdf/predlozi_zakona/4829-13Lat.pdf.

¹²⁰ Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима, Службени гласник РС, бр. 85/2005.

¹²¹ European Union (2003) Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council, Official Journal of the European Union, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2003:235:0010:0021:en:pdf>.

ступиле на снагу 17.05.2011. године.¹²² Фондовима је омогућено да структуру улагања прилагоде тако да смање ризичност, уз могућност остваривања виших приноса. То се може постићи кроз могућност депоновања вишег износа средстава код банака, али и улагања у краткорочне дужничке хартије од вредности које издају или гарантују банке. Минимална старосна граница за повлачење средстава је, у складу с пројектованом минималном старосном границом за одлазак у државну пензију, са досадашње 53 године повећана на 58 година, док је могућност једнократног повлачења средстава ограничена на 30% акумулираног износа. Наведене измене се не односе на клијенте који су већ започели штедњу у неком од девет постојећих добровољних пензијских фондова. Предложене су и измене које представљају додатни вид стимулисања запослених да своја средства улажу у пензијске фондове. Једна од њих је смањивање накнада у тренутку када укупна имовина фондова буде достигла износ од 0,75% бруто домаћег производа (тренутно је на нивоу од око 0,35%). Додатни подстицај садашњим и будућим члановима јесте и то да им ова врста штедње може донети и друге погодности. Предвиђено је, наиме, да се, у складу са актом Владе, средства у добровољном пензијском фонду могу, приликом куповине првог стана, користити као гаранција за обавезе члана добровољног пензијског фонда према држави и банкама. У Члану 33. се истиче да вредност имовине добровољног пензијског фонда чини збир вредности хартија од вредности из портфолија фонда, некретнина у власништву фонда, депозита новчаних средстава фонда код банака, средства на рачуну код кастоди банке, као и потраживања фонда, што је у складу са одредбама Директиве. У претходној години је у Србији донет велики број закона како би се усагласила питања из великог броја области економске политике са економском политиком Европске уније. Оно што је знатно захтевније се односи на имплементацију и примену донетих закона, а то захтева знатно дужи временски период од оног који је потребан за њихово доношење. Ипак, без ових предузетих корака не би се могло говорити о хармонизацији монетарних политика Србије и Европске уније, а они одражавају јасну оријентацију Србије према чланству у Европској унији.

¹²² Закон о изменама и допунама закона о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима, Службени гласник РС, бр. 85/2005 и 31/2011.

ТРЕЋИ ДЕО

ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ

Глава 6.

ОПТИМАЛНО ВАЛУТНО ПОДРУЧЈЕ И ЕВРО

1. Појам и услови оптималног валутног подручја

Оптимално валутно подручје би се могло дефинисати као оптималан географски домен јединствене валуте, или неколико валута чији су девизни курсеви трајно фиксирани и могу флукуирати једино према земљама ван тако формираног валутног подручја. Наиме, раније разматрање теорије оптималног валутног подручја заснивало се на избору режима девизног курса између фиксног и варијабилног девизног курса. Наравно, и једно и друго решење је имало своје упориште у мишљењима тадашњих економиста. Friedman¹²³ је предност давао избору флексибилног девизног курса, зато што је сматрао да ће се њиме много боље апсорбовати егзогени шокови. Али касније, у каснијим радовима аутора, међу којим аи радовима творца теорије оптималног валутног подручја, истиче се значај примене фиксних девизних курсева и формирање монетарне уније.

Креатор теорије оптималног валутног подручја је Robert Mundell. Према заговорницима система флексибилних девизних курсева, он је служио као уређај којим депресијација, у тренутку спољно-трговинског дефицита, може да реши проблем незапослености, а апресијација девизног курса може заменити инфлацију онда када постоји суфицит спољно-трговинског биланса.¹²⁴ Међутим, Mundell поставља питање: да ли то значи да све националне валуте, колико год да су оне у систему плаћања минорно заступљене, треба да флукуирају у односу на све остале валуте? Или земље које имају заједничко тржиште и које желе да наставе са плановима формирања економске уније треба да омогуће свакој националној валути да флукуира, или би јединствена валутна област у том случају била пожељнија?

У покушају пружања одговора на адекватност одабира режима девизног курса, фиксни насупрот флексибилног девизног курса, Mundell наводи пример неколико земаља у којима као средство плаћања служе националне валуте и где запосленост у земљама које се суочавају са дефицитом у платном билансу зависи од спремности земаља са суфицитом у платном билансу да прихвате инфлацију. У случају прихватања заједничке валуте, постојала би јединствена централна банка, а стопа инфлације би зависила од њене спремности да дозволи незапосленост у земљама са дефицитом у платном билансу. Према његовом мишљењу, незапосленост у светској економији би се, као један од горућих проблема, могао избећи уколико би се централне банке договориле да терет међународног прилагођавања снесе суфицитарне земље у којима би дошло до раста инфлације, али само док се не реши проблем у земљама са дефицитом.

¹²³ Friedman M. (1953) 1970, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, pp. 3-43.

¹²⁴ Mundell R. (1968) *A Theory of Optimum Currency Area*, *International Economics*, pp. 177-186.

Постојање више од једног валутног подручја у свету, по дефиницији, претпоставља варијабилни девизни курс. На примеру међународне размене, ако се тражња за производима земље Б помера на производе земље А, депресијација у Б земљи, или апресијација у земљи А, ће исправити спољну неравнотежу и ублажити проблем незапослености у земљи Б, а обуздати инфлацију у земљи А. Ово је најповољнији резултат флексибилних девизних курсева базираном на националним валутама. Mundell-ова¹²⁵ теорија оптималног валутног подручја истиче да ће земље имати корист од прихватања заједничке валуте уколико су испуњена три критеријума:

- 1) Први услов је да земље које формирају оптимално валутно подручје не би требало да буду погођене шокovima који су превише асиметрични, тј. једна држава не би требала да буде у суштински горем положају у односу на другу, која опет не би требала да буде у економском процвату,
- 2) Треба да постоји висок степен мобилности радне снаге/надница унутар групе земаља које формирају валутно подручје и
- 3) Да постоји централизована фискална политика која ће омогућити трансфер новца и других ресурса из економски развијених у мање развијене земље.

У овим условима се користи термин земље, мада би, у складу са његовом теоријом оптималног валутног подручја, требало користити термин регион. То би значило да се исти сет критеријума може применити унутар Сједињених америчких држава, уколико желимо да анализирамо услове у којима би свих 50 држава желело да користи исту валуту.

Уколико су шокови унутар валутног подручја учестали и велики, нормално је да ће доћи до миграције фактора производње унутар подручја. Треба имати на уму да мобилност и слободно кретање капитала имају потпуно другачије ефекте у односу на мобилност радне снаге. Висока мобилност рада може изазвати високе трошкове и то како социјалне, тако и инфраструктурне у просперитетним деловима валутног подручја, а изазвати још веће нарушавање животних услова у деловима у којима је наступила криза.

Његова анализа и недоумице, које и сам представља у форми питања, могу се формулисати на два начина. Прво питање би могло бити: да ли је нека земља оптимално валутно подручје, односно да ли би одређене регије те земље можда боље функционисале уколико би имале сопствене валуте? А друго питање се односи на супранационалну перспективу и гласи: да ли би земља боље функционисала као део неког већег валутног подручја, без сопствене валуте?

Mundell тврди да постоји велика разлика у прилагођавању шокovima унутар валутног подручја у којем су сви економски односи базирани на јединственој валути, и валутног подручја унутар кога циркулише већи број валута. Као аргумент у прилог овој тези, он наводи два примера прилагођавања у различитим подручјима који су погођени

¹²⁵ Mundell R. (1961) Optimal Currency Area, American Economic Review, 51 (4) pp. 657-665.

асиметричним шоковима тражње. Први пример се односи на две независне земље које имају своје националне валуте, где је свака земља уједно и регион (X и Y). А други пример се односи на земљу са сопственом валутом, али у оквиру које постоје два различита региона (A и B). Целокупну анализу започиње моделом са две земље, у којем једну погађа асиметрични шок тражње (нпр. земљу X). Новонастали услови ће олакшати земљи X део терета прилагођавања све док у земљи Y расте ниво цена. Међутим, могуће је да се притисак незапослености у земљи X не може смањити повећањем цена у земљи Y, уколико је централна банка у земљи Y одлучила да спроведе рестриктивну монетарну политику и смањи кредитну активност како би смањила инфлаторни притисак. У тој ситуацији се терет прилагођавања у земљи X не може пренети на земљу Y, већ целокупан терет прилагођавања се своди на пад цена у земљи X, а уколико то није могуће, онда се земља прилагођава падом запослености. Уколико би асиметрични шок тражње погодио регион B унутар неке земље која се састоји од два региона, као последица би био инфлаторни притисак у другом региону A, чиме би се створио притисак незапослености у региону B. Централна банка може олакшати притисак у том региону (B) повећањем понуде новца, али у целој земљи. То би за последицу имало повећане инфлаторне притиске у региону A, али би могло преокренути услове трговине против региона B и у њему исправити проблем запослености. У међурегионалном прилагођавању, замена инфлације и незапослености осигурава да се незапосленост у региону B спречи одлуком централне банке да повећа инфлацију у региону A. У случају двеју земаља, незапосленост у земљи X не може бити уколико земља Y није спремна да прихвати повећање инфлације. Mundell сматра да је флексибилни девизни курс између двеју земаља прихватљивији од фиксног девизног курса и да ће имати боље ефекте на обе земље, осим уколико оне међусобно не формирају оптимално валутно подручје. Уколико је једини циљ економска стабилност, онда су резултати бољи уколико је већи број валутних подручја повезан флексибилним девизним курсем.

McKinnon¹²⁶ ослањајући се на радове Mundell-а, предлаже већи ниво отворености економије, који је дефинисан односом добара која јесу (tradable) и добара која нису предмет међународне трговине (non tradable) у домаћој производњи и потрошњи. У малим и отвореним економијама, што је већи број добара која се предмет међународне трговине, утолико је девизни курс слабији инструмент економске политике, а самим тим је и слабија улога монетарне политике а знатно већа улога међународног кретања капитала. Закључак који је он извео се односи на то да се малим и отвореним економијама више исплати да прихвате валуту ширег валутног подручја, него да имају сопствену валуту. Уколико су потенцијалне земље чланице монетарне уније међусобно врло отворене, он сматра монетарну унију за њих веома атрактивном. Уз претпоставку стабилности спољних цена, основни економски циљ представљен у облику стабилности цена би се могао само остварити фиксним девизним курсем. У случају спољних шокова цена, уколико се жели остварити стабилност цена, онда је пожељнији

¹²⁶ McKinnon R. (2001) Optimum Currency Areas and the European Experience, <http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf>.

флексибилан девизни курс, ако се говори о отвореној економији. Као и сам творац теорије оптималног валутног подручја и он своју анализу ограничава на шокове тражње и њихов утицај на запосленост и платни биланс.

Његова анализа се састоји у следећем. Замислимо малу земљу у којој је удео извозних добара X_1 и увозних добара X_2 према добрима која нису предмет међународне размене X_3 , веома висок. У режиму флексибилних девизних курсева, цена извозних добара P_1 и увозних добара P_2 изражена у домаћој валути се мења у складу са промена девизног курса, док је цена добара која нису предмет међународне размене P_3 константна. Као резултат тога, у малој отвореној економији флукуације девизног курса су супротне напорима да се оствари основни циљ – стабилност цена. Другачија је ситуација у великој земљи у којој је веома значајна производња добара која нису предмет међународне размене. Девалвација би имала ефекат на P_1 и P_2 , али би општи индекс цена био нижи него у случају мале отворене економије. То заправо значи да би мале отворене економије имале користи од прикључења већим валутним подручјима. Оне економије у којима је велики удео добара која су намењена међународној размени би требале знатно више да користе мере фискалне и монетарне политике у уравнотежењу платног биланса, а много мање девалвацију као метод прилагођавања платног биланса.

Кенпен¹²⁷ је предлагао да се критеријум користи од увођења фиксног девизног курса, односно заједничке валуте, укључи ниво диверсификованости производа. Наиме, уколико тражња за неким производом опада, а земља има диверсификовану понуду производа, онда ефекат на проблем незапослености неће бити тако озбиљан као код оних земаља чија понуда производа није тако разуђена. Диверсификоване економије ће се ретко суочавати са променама у тражњи за производима из широке лепезе понуде, па је самим тим у њима знатно мања важност асиметричних шокова. Ово је потврдио ставом да шокови током времена постају упросечени. Кенпен је сматрао да мање диверсификоване економије могу профитирати увођењем флексибилног девизног курса. Кенпен је први упозорио на чињеницу да оптимално валутно подручје није регион у свом географском или политичком смислу, већ је то вештачки регион, инпут-аутпут модел у коме је претпостављена мобилност фактора. Многе погрешне препоруке о начину вођења монетарне политике у малим и отвореним економијама проистичу из чињенице да многи Mundell – ов регион сматрају као политички односно географски појам.

Уколико нека земља није у стању да испуни наведене Mundell-ове критеријуме, онда треба да примени систем флексибилних девизних курсева. Stockman¹²⁸ истиче да ће фиксирани курс имати предност за нације са сличном економском структуром, које даље прате слични егзогени шокови. Са друге стране, нације са различитом економском структуром које су изложене углавном специфичним шоковима, треба да имају флукуирајући девизни курс, који им омогућава да монетарну политику користе

¹²⁷ Ибидем.

¹²⁸ Dellas H. and Tavlas G. (2009) An optimum-currency-area odyssey, Bank of Greece, WP No.102, p. 24.

за шири спектар домаћих економских циљева. Главни недостатак фиксног курса је чињеница да се њиме може изазвати несклад између стабилног номиналног курса и разлика између инфлација у земљи и држави референтне валуте, што, у случају спекулативног удара, у крајњем доводи до пуцања режима и валутне кризе. Са друге стране, флукутирајућем курсу се обично замера да знатно осцилира одражавајући углавном нефундаменталне утицаје, тако да креира непотребну нестабилност, неизвесност и вероватно држи валуту у зони сталне прецењености или потцењености. Међутим, у пракси се често дешава да се поменути традиционални критеријуме теорије оптималног валутног подручја не потврђују као једино релевантни за избор режима девизног курса.¹²⁹

И каснији радови Menzie Chinn и Shang-Jin Wei¹³⁰ изгледа да су у контрадикторности са Friedman-овом тврдњом о предности флексибилних девизних курсева. Они су утврдили да текући биланси у оквиру флексибилних режима нису ништа мање трајни него у оквиру режима фиксног девизног курса. Аутори су истакли да флексибилност номиналних девизних курсева може допринети променљивости реалног девизног курса, али се чини да не доприноси стварном прилагођавању реалног девизног курса. Ако је ово тачно, то би значило подривање емпиријске основе Friedman-овог аргумента.

2. Критеријуми увођења заједничке валуте

Увођење заједничке валуте треба да резултира већим користима у односу на трошкове замене националних валута новом, као и у односу на трошкове губитка монетарног суверенитета који се често јављају као највећа препрека прихватању нове валуте. Мотиви за увођење заједничке валуте леже у чињеници да улога новца, пре свега као обрачунске јединице, није адекватно испуњена уколико постоји већи број валута. Девизно тржиште не може да апсорбује тако велики број валута, па би за неку од њих оно вероватно постало уско. Додатни мотив увођењу заједничке валуте представља и настојање сваке од земаља да остваре, поред унутрашње, и спољну равнотежу, а у случају мањег валутног подручја, већи је удео увозне робе и услуга у потрошњи, што се негативно одражава на спољно-трговинску равнотежу.

Када земља одлучи да постане део валутног подручја и усвоји заједнички валуту, пут који треба да пређе није ни мало лак. Током 60-их и 70-их година 20-ог века, узимајући у обзир кретања на светском тржишту, пре свега дешавања у Америци (раст јавне потрошње, раст инфлације, смањење поверења у долар и могућности његове конверзије у злато) подстакли су идеју о дефинисању критеријума за увођење

¹²⁹ Маринковић С. (2006) Избор девизног режима: резултати и ограничења, Економски анали, бр.168, стр. 73-94.

¹³⁰ Ghosh A., Terrones M. and Zettelmeyer J. (2008) Exchange Rate Regimes and External Adjustment: New Answers to an Old Debate, International Monetary Fund, pp. 1-16.

заједничке валуте на подручју Европе. Ти критеријуми ће касније послужити као база дефинисању критеријумима конвергенције у циљу формирања економске и монетарне уније. Касније су се страхови везани за конвертибилност долара у злато показали оправданим и још више истакла потреба за уједињењем земаља Европе и увођење заједничке валуте. Критеријуми за увођење заједничке валуте су:

- Мобилност фактора производње – Mundell је у својим радовима истакао важност мобилности фактора производње да би земље које чине валутно подручје могле да уживају користи његовог формирања. Посебно је истакао неопходност мобилности радне снаге као услова успешног увођења заједничке валуте. У случају да се земља суочава са екстерним шоком у виду смањења извоза, што изазива дефицит платног биланса, успостављање нове билансне равнотеже подразумева дефлаторно прилагођавање, које за последицу има смањење цена, смањење аутпута и повећање незапослености. Трошкови повећања незапослености могу бити умањени уколико постоји висок степен мобилности радне снаге,
- Флексибилност цена и надница – испуњеност овог услова смањује негативан утицај могућих шокова на запосленост и инфлацију. Али уколико су цене и наднице ригидне наниже (што је најчешће случај у земљама које су се суочавале са проблемима незапослености и привредне стагнације или пада) може се јавити потреба прилагођавања девизног курса, као реакције на шокове. Ипак, у условима уније и одржања фиксног девизног курса, то није могуће,
- Ниво економске отворености земље – већи ниво економске отворености земље указује на већи директан и индиректан утицај међународних цена на домаће цене. С друге стране, девалвација ће бити брже пренета на цене међународно размењивих добара и трошак живота, што номинални девизни курс чини мање ефикасним инструментом прилагођавања,
- Сличност стопа инфлације – сличан ниво инфлације у земљама које формирају валутно подручје подразумева и стабилност услова трговине међу њима. Та стабилност води у равнотежењу текућег биланса, а то умањује потребу прилагођавања номиналног девизног курса,
- Ниво производне диверсификације – већи степен диверсификације смањује потребу за променама услова трговине кроз номинални девизни курс у случају настанка шокова. Слабије диверсификована производња подразумева ослањање економије на неколицину кључних производа у свом извозу, што повећава ризик уколико дође до смањења тражње за тим производима, а самим тим и до погоршања платнобилансне позиције земље. У случају диверсификоване извозне структуре, остали извозни производи могу да умање губитак по основу смањења тражње за одређеним извозним производима, што ствара могућности обезбеђења стабилног националног нивоа цена и запослености,

- Интеграција финансијског тржишта, фискална и политичка интеграција – уколико постоји висок степен интеграције финансијских тржишта и најмања промена каматних стопа ће покренути кретање капитала међу земљама. Што се фискалне интеграције тиче, земље које су укључене у супранационални фискални систем који дозвољава додељивање неопходних средстава земљи за потребе прилагођавања изазване екстерним шоком, елиминираше потребу прилагођавања номиналног девизног курса,
- Политичка интеграција се сматра неопходним условом да би се могла прихватити заједничка валута.

Уколико су испуњени критеријуми за увођење заједничке валуте, онда се земљама, посебно малим и отвореним, препоручује прихватање валуте ширег валутног подручја, јер су користи од прихватања заједничке валуте веће од трошкова које земље мора поднети. Те се користи огледају у повећаној микроекономској ефикасности, тј. повећаној корисности новца у економским трансакцијама, повећаној транспарентности цена и самим тим сигурности инвестирања, као и одсуства промене номиналног девизног курса што води јачању интерног тржишта, чинећи га атрактивним за страна улагања.

Користи се не одражавају само кроз повећану микроекономску ефикасност, већ и кроз повећану макроекономску ефикасност. Она је резултат опште стабилности цена, могућности приступа ширем финансијском тржишту, приступа диверсификованим изворима финансирања, чиме се може остварити оптималан однос ризика и приноса који се очекује од уложених средстава. Међутим, друга страна медаље су трошкови које земља, која се одриче националне валуте, мора поднети. Они се огледају у повећаним административним трошковима формирања заједничке, супранационалне институције, послови мењачница постају сувишни, што води њиховом затварању, а самим тим и стварању вишкова радне снаге која је на тим пословима била ангажована. Ипак, највећи трошак прихватања заједничке валуте је губитак монетарног суверенитета и могућности употребе различитих инструмената као одговора на шокове којима је економија погођена, а чији узроци могу бити и интерне и екстерне природе. Иако се истиче да је формирање валутног подручја оптимално уколико су земље које га чине изложене симетричним шоковима, ипак је процес прилагођавања сваке од њих специфичан и самим тим подразумева примену различитог сета инструмената, услед разлика у нивоима економске развијености, правцима дотадашњег кретања привреде, нивоима флексибилности цена и надница. А о томе колико земље које формирају валутно подручје заиста и јесу погођене симетричним шоковима готово да се и не може говорити, па су трошкови који се манифестују ширим цикличним флукуацијама знатно већи када су земље погођене асиметричним шоковима.

3. Монетарне интеграције

Негде између идеје о јединственој валути која ће се користити у целом свету и онолико појединачних валута колико има заинтересованих страна да креирају и емитију сопствену валуту, лежи реално решење. Оно подразумева постојање више од једне валуте, али мање од броја постојећих и потенцијалних региона (у овом контексту се не користи реч држава из разлога што би се, теоретски посматрано, у једној држави могло користити неколико различитих валута). Да је свака држава себи довољна, не би имало много разлога о одабиру валуту коју треба користити. Међутим, обзиром да је реалност потпуно другачија и да се напредак земље не може остварити без сарадње и кооперације са другим земљама, јавља се потреба усклађивања девизних политика и смањења трошкова који настају у реализацији договореног облика сарадње. Тако се развила и идеја о употреби јединствене валуте за одређени број земаља, уз истицање свих предности и недостатака које из тога произилазе. У свом раду Obstfeld и Rogoff¹³¹ истичу главне користи које произилазе формирањем монетарне уније:

1. Смањење трансакционих трошкова услед конверзије валута приликом обављања било које трансакције,
2. Смањење обрачунских трошкова и боља предвидивост релативних цена за фирме које послују у обема земљама,
3. Неутралисање монетарних поремећаја и спекулативних напада који би могли водити непотребним флукуацијама реалног девизног курса,
4. Смањење политичких притисака за заштиту трговине услед оштрих варијација у реалном девизном курсу.

Међутим, коришћење јединствене валуте, са друге стране, ограничава моћ монетарне политике, и „веже руке“ доносиоцима одлука, смањујући број инструмената који им стоје на располагању:

5. Појединачни региони у оквиру монетарне уније се одричу могућности употребе монетарне политике у реаговању на специфичне макроекономске поремећаје,
6. Региони у оквиру монетарне уније се одричу употребе инфлације као инструмента смањења правог терета јавног дуга (што у случају неразвијених земаља може представљати аргумент у корист употребе јединствене валуте, обзиром на сложеност контролисања инфлације),
7. Подела прихода од емисионе добити (сењораж) међу земљама које чине монетарну унију, изазива појаву политичких и стратешких проблема,
8. Избегавање спекулативних напада преласком са јединствене на заједнички валуту може бити велики проблем.

Ако се анализира природа наведених разлога за и против, може се закључити да су неки од њих пре свега политичке природе, много мање него економске (4. и 7.), док 8.

¹³¹ Obstfeld M. and Rogoff K. (1995) Exchange Rate Dynamics Redux, The Journal of Political Economy, 103 (3) pp. 624-660.

одражава само транзициони проблем преласка са једне на заједнички валуту. Па ипак, како наводи McCallum¹³², постојање заједничке валуте тежи стварању већег степена интеграције финансијских и нефинансијских фирми у обе земље.

Да би се што боље могла разумети Европска монетарна унија и њене перспективе, треба заронити у историју монетарних интеграција, њихову природу, разлоге настанка, а потом и разлоге који су довели до урушавања истих. Историја монетарних интеграције би се можда најбоље могла разумети уколико се посебно посматрају националне монетарне уније и мултинационалне монетарне уније¹³³. Постојање ове две врсте монетарних унија и указивање на разлике међу њима су од кључног значаја за разоткривање којој врсти новоформирана унија по својој природи припада, њеним основним поставкама, опасностима којима може бити изложена, као и о правцима њеног будућег развоја. У случају националних монетарних унија, постоји међусобна условљеност монетарне и политичке суверености, тј. националне границе уједно детерминишу и подручје монетарне суверености. На пример, унутар Британске монетарне уније, коју чине Енглеска, Шкотска, Велс и Северна Ирска, шкотска банка и даље издаје новчанице, које су савршено заменљиве за новчанице које издаје банка Енглеске. У САД свака од федералних резервних банака издаје новчанице које су међусобно прихватљиве без икаквих ограничења или условљавања. Новчанице од пет долара издате од стране било које Федералне Резервне Банке су међусобно савршени супститути. Националне монетарне уније функционишу на принципу јединствене монетарне власти, коју обично врши централна банка.

На другој страни, унутар мултинационалних монетарних унија, координација монетарних политика независних земаља је базирана на трајно фиксним девизним курсевима њихових националних валута. Овакав облик монетарне уније настаје онда када се валута једне земље унутар уније може без икаквих ограничења заменити за валуту осталих земаља у оквиру монетарне уније, по фиксном девизном курсу. Један од екстремних облика мултинационалне монетарне уније настаје када земље које је чине прихвате једну валуту као заједничку. За ову врсту монетарних унија по правилу не постоји заједничка монетарна власт. Пример такве уније је Скандинавска монетарна унија, чије су чланице Шведска, Норвешка и Данска, и унутар које је функционисала заједничка обрачунска валута, скандинавска круна. Није постојала заједничка централна банка, већ је свака од земаља чланица имала централну банку која је посебно емитовала новчанице које су биле у оптицају на целој територији уније све до њеног постојања, без икаквих ограничења и независно од тога која од земаља је вршила емисију. Током функционисања Скандинавске монетарне уније, однос валута земаља чланица је био 1:1. Да би се што боље разумела природа Европске монетарне уније, у наставку рада ће бити дат преглед Америчке, Италијанске и Немачке монетарне уније као националних монетарних унија, и Скандинавске и Латинске монетарне уније, као карактеристичне мултинационалне монетарне уније.

¹³² McCallum B. (1999) Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions, NBER, Monetary Unions Conference, pp. 1-31.

¹³³ Bordo M. and Jonung L. (1999) The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? NBER, WP 7365, pp. 1-40.

3.1. Америчка монетарна унија

Историјски посматрано, од анализираних унија прва која је формирана је Америчка монетарна унија. Доношењем Устава 1789. године Конгресу је дата искључива моћ креирања новца и одређивања вредности истог. Обзиром на биметални систем који је чинио основу монетарног система, 1792. године је донет Закон о кованом новцу, утврђивању фиксне вредности долара према злату и сребру и његовом издавању. Као што је већ истакнуто, законом је Конгресу била додељена моћ емитовања новца, али су државе чланице имале могућност управљања комерцијалним банкама и регулисања количине новчаница које су оне емитовале. Конвертибилност свих издатих новчаница је била обезбеђена на целом подручју. Квалитет издатих кованица, у погледу тежине, тј. садржаја злата/сребра се почетком 19-ог века значајно разликовао. Пословна политика и пракса двеју банака, Прве и Друге америчке банке (1791-1811, 1816-1836 редом) су указале на потребу унификације кованица које су се нашле у оптицају и потребу формирања заједничке монетарне политике. Сама организација банака није одражавала савременост, већ је одговарала типу традиционалних, државних комерцијалних банака. Ниво капитализације обеју банака је био висок и то им је стварало могућност за емисију великих износа кредита влади, за превазилажење дефицита узрокованог нескладом примања (првенствено се то односило на порезе) са расходима. Кредити који су одобравани нису били искључиво резервисани за кредитирање владе, већ су могли бити одобрени и приватном сектору. У питању су средњорочни и дугорочни кредити намењени подстицању економског раста и развоја. Функционисање је било базирано на високим девизним резервама, којима су у сваком тренутку могле обезбедити гарантовану конвертибилност. Бројни фактори, како унутрашње, тако и спољашње природе су довели до пропасти и Друге америчке банке, а то је истовремено значило и губљење институције која је формално обављала улогу централне банке, све до успостављања Федералног система резервних банака (ФЕД) 1914. године. Нестабилност банкарског система карактеристична у 19-ом веку, а самим тим и редуковано дејство мера монетарне политике, нису успели да пољуљају унију. Период грађанског рата од 1861-1865. године би се могао означити као изузетак, обзиром да су нови услови произвели емитовање сопствене фидуцијарне неконвертибилне валуте, деномиране у доларима, од стране Конфедерације. Таква реакција је била изазвана повећаном тражњом за новцем за финансирање потреба рата, што је подстакло инфлацију, која је врло брзо прерасла у хиперинфлацију. У таквим околностима, емитована валута је проглашена нелегалном у Америци 1865. године. Формирањем ФЕД и функционисањем Трезора поново је обезбеђена конвертибилност долара. Монетарно уједињење Америке је дуго каснило за њеним политичким уједињењем. У прилог томе говори и чињеница да централна банка, као вршилац монетарне функције у земљи, није имала функцију последњег уточишта све до 20-ог

века, а неопходне регулаторне и супервизорске институције монетарног система су се развила у каснијим фазама монетарне уније. О сложености процеса монетарне унификације, фазама креирања монетарне уније, њеног унапређења и настојања да тако формирана унија представља заправо и оптимално валутно подручје, говори и податак који наводи Rockoff¹³⁴ да је тај процес у Америци трајао 150 година.

3.2. Италијанска монетарна унија

Главни разлог оснивања уније на Апенинском полуострву је био пре свега политичке природе. Инициран је од стране Краљевине Сардиније, а целокупан процес је завршен 1861. године. Пре монетарног уједињења, унутар малих италијанских држава је у оптицају било неколико различитих валута, па је тако 1859. године забележено чак 90 различитих валута које су биле у оптицају. Поред тога, велике банке унутар мањих држава су емитовале новчанице које су служиле као законско средство плаћања унутар тог региона. Постојање толиког броја валута је представљало баријеру у трговини, па се приступило стварању основних поставки за формирање монетарне уније, која би била више од де југе политичке уније. Као прво се наметнуло питање смањења броја валута које ће бити у оптицају и то питање је врло брзо решено, свођењем на свега четири. Нови монетарни систем базиран на лири Сардиније је уведен 1862. године. Све валуте које су биле у оптицају пре формирања уније су напуштене и размењене за нову валуту, лиру, чија је вредност била фиксна у односу на француски франак. Успостављен је биметални монетарни стандард, првенствено по узору на главне партнере Италије, у циљу апсорпције велике количине сребрног новца у јужној Италији. Однос валута између злата и сребра је био постављен у складу са европским стандардом од 15,5:1. Када је уведена лира, цена злата је била у паду, што је стварало несташицу сребрних новчића. Власти су прибегле и смањењу количине сребра у кованом новцу на 83,3%, уместо уобичајених 90%, што је проузроковало извоз сребрног новца.¹³⁵

Сама идеја монетарног уједињења Италије није била праћена формирањем јединствене монетарне власти, тако да је неколико регионалних банака емитовало новац и обављало функције централне банке. Од свих њих, Народна банка Краљевине Италије (Banca Nazionale nel Regno d'Italia, BNR) чија је претеча била Народна банка Сардиније, је заузела доминантну позицију, делом зато што је била највећа банка, а делом зато што је била државна банка задужена за процес политичке унификације. Ипак, истраживања нису појаснила зашто није формирана јединствена монетарна власт након политичке унификације. Противљење монетарној унификацији није био разлог.

¹³⁴ Rockoff H. The History of the U.S. as a Monetary Union, NBER, <http://www.nber.org/digest/jun00/h0124.html>, Accessed 13 September 2013.

¹³⁵ Bordo M. and Jonung L. (1999) The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? NBER, WP 7365, pp. 1-40.

Али се онда намеће питање зашто Сардинија, која је наметнула свој систем осталим земљама, који се тицао великог броја питања, занемарујући њихове преференције, није успоставила BNR као централну банку Италије? У покушају проналажења адекватног објашњења, понуђено је неколико одговора. Један од одговора је опште веровање у добробити постојања конкуренције, па би тако и Италија била на добитку уколико постоји конкуренција међу емисионим банкама, као што се конкуренција у другим секторима сматра корисном.

Још један генерални концепт који је одсликавао функционисање банкарског сектора у Италији пре политичке унификације, подразумевао је постојање две функције регионалних комерцијалних банака, које су се односиле на њихову кредитну и емисиону функцију. Новац је емитован у облику банкнота и у обиму који је био неопходан за покриће емитованих кредита. Монетарне власти су с тога сматрале да би постојање јединствене централне банке могло да угрози или чак и уништи функционисање локалних комерцијалних банака, и да би трошкови били већи од користи контроле понуде новца од стране јединствене централне банке. Када је извршена монетарна унификација у Италији 1862. године, готово целокупне монетарне залихе су се састојале од кованица.¹³⁶ Будући да је понуда кованог новца зависила од расположивих количина злата и сребра, промене новчане масе су пратиле промене на међународној сцени. Учешће кованица у понуди новца је остало стабилно све до половине 1860-их година, што је значило да постојање неколико емисионих банака није представљало проблем док год је постојала унутрашња конвертибилност. Када је у првој половини 1860-их година владин дефицит нагло порастао, то је само додатно оптеретило јавне финансије на чији терет је пао и дуг земаља чланица. Цене иностраних обвезница су пале, што је за резултат имало смањење резерви комерцијалних банака на недопустиво низак ниво. Позајмљивање новчаних средстава влади је било онемогућено. У новим околностима, влада је 1866. године прогласила неконвертибилност у метални новац и тзв. принудну циркулацију (*corso forzoso*). Након ове мере, влада је добила велики кредит од BNR, а за узврат је њена позиција знатно ојачана. Новчанице осталих банака су биле конвертибилне у новчанице BNR, али није важила обрнута конвертибилност. То заправо значи да су новчанице BNR служиле као резерве осталих банака. Принудна циркулација (*corso forzoso*) је окончана 1884. године, као и неконвертибилност валута, па је поново утврђен паритет лире према злату. Преосталих 6 новчаница су међусобно биле замењиве у односу 1:1, иако тај паритет није био потврђен законом. Последица *de facto* фиксних девизних курсева је било настојање сваке од банака да повећа своје резерве. Ризик прекомерне емисије је био мали. Осим тога, погоршање стања у владиним финансијама је повећало вероватноћу да било која незаконита прекомерна емисија новца може бити легализована. Криза ликвидности услед ниског нивоа резерви у односу на неизмирене обавезе је још увек трајала. Влада је, како се и очекивало, легализовала укупну количину новца у оптицају смањењем обавезних резерви. Услед спроведене истраге

¹³⁶ Toniolo G., Conte L. and Vecchi G. (2003) Monetary Union, institutions and financial market integration: Italy, 1862–1905, *Explorations in Economic History* 40 (2003) pp. 443–461.

банкарског система 1893. године дошло је његове велике реконструкције. Банка Италије је настала спајањем BNR и две преостале емисионе банке у Тоскани. Остале три емисионе банке су стављене под директну државну супервизију. Ипак, упркос предузетим мерама, метални новац је „истицао“ из Италије. Лира је депресирала, углавном услед неуспеха да се смањи вишак новца. Одлив новца је изазвао још једну кризу ликвидности, па је 1894. године још једном проглашена неконвертибилност у метални новац. Као део преобликовања банкарског система 1893. године, влада и банке су се сагласиле да ограниче количину новца на троструки ниво металног новца. Дугорочно посматрано то доприноси успеху, чему је у значајној мери допринело оснивање Банке Италије као водеће емисионе банке, са 75% укупне емитоване количине. Уз фискалну дисциплину, ово је био период монетарне стабилности, уз апересијацију лире, све до Првог светског рата. Као и у случају америчке монетарне уније, и у Италији је монетарно уједињење уследило након политичког, а целокупан процес је трајао веома дуго и био је под утицајем великог броја фактора.

3.3. Немачка монетарна унија

Монетарно и политичко уједињење Немачке се одвијало у корацима, тако да у научним круговима не постоји консензус о томе који су то најважнији кораци у процесу монетарног уједињења. Holtfrerich¹³⁷ истиче да унификација кованица 1857. године представља главно, али не и коначно достигнуће на путу монетарних интеграција. Други пак, попут Kindleberger-a¹³⁸ су мишљења да је формирање Reichsbank 1875. године најважнији корак. Ипак, ово неслагање у давању важности појединих корака на том путу није представљало само теоријску расправу, већ је имало и важне импликације у погледу примарне унификације. У првом случају монетарно уједињење је претходило политичком, а у другом обратно. Постоји и уверење да је најважнији корак оснивање Рајха, чиме је Немачка пошла истим путем као и Америка и Италија. Слика Немачке, пре њеног монетарног уједињења, одражавала је нејединство. Свака кнежевина и слободан град је емитовао кованице, а у неким случајевима и папирни новац. Обзиром да су многе кнежевина била сасвим мале, било је неизбежно да се њихов новац нађе ван њихових граница, као пратилац миграционих процеса унутар Немачке. Поред њих, на територији Немачке је циркулисао страни новац и то не само француски, а послови конверзије новца су били заједнички и профитабилни. Међутим, постојање тако диверсификоване понуде новчаница на једном подручју је предствљало велику сметњу. Обзиром да су таквом разноврсношћу новчане понуде највише били погођени трговци и индустријалци, они су били и први заговорници промене економских и монетарних услова, да би се смањили проистекли трансакциони трошкови. Те идеје су наишле на отпор код управљачких структура кнежевина, које нису биле спремне да се одрекну своје емисионе добити. До укудања унутрашњих

¹³⁷ Vanssay X. (1999) Monetary Unions in Historical and Comparative Perspective, Third International Conference Institutions in Transition, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, Maribor, p. 14.

¹³⁸ Chown J. (2003) A History of Monetary Unions, Routledge, p. 46.

граница је дошло 1834. године. Овај споразум, познат као Zollverein¹³⁹, је такође садржао предлог интегрисања различитих система кованица кроз заједнички стандард, што је и учињено 1857. године. У периоду који је уследио, порастао је број присталица монетарне унификације. Северни немачки савез, основан 1867. године, забранио је ново емитовање државног папирног новца и фиксирао обим емисије већине банака. Ове мере су као резултат имале контролу новчане масе од стране Пруске банке.

Следећи кораци су били под утицајем два догађаја: формирања новог Немачког Рајха (1871) и Француско-пруског рата. Актима о кованом новцу из 1871. године и 1873. године је извршена унификација кованог новца у Рајху и представљена је марка као обрачунска јединица, базирана на децималном систему. У циљу повезивања немачке валуте и британске фунте, која је тада била водећа међународна валута, прихваћен је златни стандард, док је употреба сребра била предвиђена за мање деноминације новца. Новим банкарским актом из 1875. године, Пруска банка је трансформисана у Reichsbank, а већина осталих банака је била приморана да своје делатности базира на комерцијалном банкарству. Она је постала централна банка нове Немачке. Све до почетка Првог светског рата, Немачка је била део система златног стандарда. Политичка унификација, која се огледала у стварању Немачког Рајха, је била праћена великим променама у немачком монетарном систему: преласком на златни стандард, увођењем марке као обрачунске јединице и формирањем јединствене централне банке, што је означило монопол над емисијом папирног новца. Политичко уједињење је омогућило заједничкој централној банци обављање и функције последњег уточишта, а уједно је и важан предуслов заједнице фискалне политике. Сви ови процеси су довели до стварања монетарне уније на подручју Немачке, који су праћени и политичком унијом.

3.4. Латинска монетарна унија

Латинска монетарна унија је настала у 19-ом веку као мултинационална монетарна унија. Пре њеног формирања, Француска, Белгија, Швајцарска и у извесној мери Италија, су међусобно признавале националне валуте као средство плаћања. Основа оваквог споразума је био француски биметални систем, који је функционисао од 1803. године, којим се одржавала финоћа кованог новца, без обзира да ли је у питању златни или сребрни на 90%, и одржавала фиксна вредност злата и сребра од 15:1¹⁴⁰. Пад тржишне цене злата у односу на сребро из 1850. године имао је за резултат прецењеност златног кованог новца. Последице, постало је профитабилније топити сребрни новац и продавати сребро за злато по тржишној стопи. Како је цена злата наставила да пада, нестајали су чак и новчићи са малим садржајем сребра. Тако су

¹³⁹ Shiue C. (2005) From Political Fragmentation towards a Customs Union: Border Effects of the German Zollverein, 1815 to 1855, http://spot.colorado.edu/~shiue/BorderEffects_022504.pdf.

¹⁴⁰ Bae K. and Bailey W. (2003) The Latin Monetary Union: Some Evidence on Europe's Failed Common Currency, Korea University and Cornell University. p. 4.

земље са биметалног стандарда практично дошле до златног стандарда, обзиром да је само златни новац остао у оптицају. Али без сребрних новчаница нестало је и новац који је деномиран у малим износима који је коришћен за мање трансакције. Као што је већ истакнуто у делу који се односи на монетарно уједињење Италије, она је одлучила да смањи садржај сребра код свих кованица које су мање од једног франка на 83,5%. Ова мера Италије и слична мера предузета у Швајцарској, је резултирала обезвређењем сребрних новчаића из суседних земаља, посебно Француске и Белгије, повећавајући добит од њихове емисије. Француска је реаговала 1864. године смањењем садржаја сребра у сваком сребрном кованом новцу (осим за износ од 5 франака) на 83,5%, као и суспензијом прихватања швајцарског кованог новца у царинарницама. Недостатак кованог новца деномираног у мањим износима је представљао озбиљно ограничење и препреку у трансакцијама, како унутар земаља, тако и у међусобним трансакцијама. Једнострано одговори појединих земаља на овај проблем су само допринели његовом увећању, јер су једне земље на рачун других присвајале добити од емисије новчаница са мањим садржајем сребра. У покушају пружања неког свеобухватнијег решења, Белгија је предложила учешће на монетарној конференцији, одржаној крајем 1865. године, посвећеној формирању Латинске монетарне уније. Главно питање се односило на креирање субсидијарних кованица за мање трансакције, као и формално прихватање златног стандарда (који је практично већ био у оптицају). Прво питање је решено тако што су све кованице вредности мање од 5 франака, биле на нивоу од 83,5% финоће сребра. Државни трезори су морали да прихвате ове кованице, без обзира из које државе потичу, као исплату до 100 франака. Због великог противљења Француске, а упркос томе што су остале земље подржавале увођење златног стандарда, на снази је остао биметални стандард. Постојеће валуте су биле у употреби практично непромењене, као паралелне валуте. Државни трезори су били задужени за откуп сопствених кованица. Резултат одржане конференције је била стандардизација кованог новца и ограничење њихове емисије, али је имала неуспех у погледу количине емитованих папирних новчаница, што значи да су земље задржале монетарну независност.

У почетним фазама функционисања, Латинска монетарна унија је остварила своје циљеве. Међутим, промене на светској сцени су изродиле два нова проблема. Први проблем се односио на раст цене злата. Сребрне кованице од 5 франака су враћене у оптицај, док су златне кованице претапане или извожене. Истовремено, Француска и Италија су почеле са емисијом неконвертибилног папирног новца. У Француској је то била привремена мера због рата са Немачком (1870-1871). Хроничан владин дефицит је условио одржавање неконвертибилне лире све до 1881. године. Повећана понуда новца у Италији је водила депресијацији лире. Последично, италијански сребрни новац је извожен у остале земље чланице у којима је био законско средство плаћања. Ово је омогућило италијанској влади да финансира део дефицита добитком од емисије новца, а да трошкове снесе четири земље: Италија, Француска, Белгија и Швајцарска. На конференцији одржаној 1874. године, у циљу превазилажења проблема са којима се суочила Унија, одлучено је да се и даље задржи биметални стандард, али да се ограничи емитовање сребрних новчића у износу од 5 франака. Четири године касније,

земље чланице су се договориле да прекину издавање сребрних новчића вредности 5 франака, иако су се они већ налазили у оптицају као законско средство плаћања. Белгија и Швајцарска су биле против даљег наставка функционисања Уније, а за успостављање златног стандарда, док су се Француска и Италија противиле и једном и другом предлогу. Остале три нације су се плашиле да би престанак функционисања уније могао да изазоведо одбијање Италије да откупи огромне количине италијанских новчаница које су биле у поседу других земаља. Уместо тога, Италија је морала да прихвати повлачење новчаница из међународне употребе, док год је одржавала неконвертибилним свој папирни новац. Унија је функционисала све до Првог светског рата, а као главни циљ и основања и одржавања је било одржавање стандардизованог система кованог новца.

3.5. Скандинавска монетарна унија

Пре формирања Скандинавске монетарне уније 1873. године, три скандинавске земље су функционисале у оквиру сребрног стандарда. У свим земљама је коришћен риксдалер (riksdaler) као обрачунска јединица све до 70-их година 19-ог века. Значајан удео кованог новца који је био у оптицају у свакој земљи је чинио ковани новац других двеју земаља. Разлика у вредности овако поједностављених девизних курсева и садржају сребра, је била мала за данску и норвешку валуту, па је сваки покушај стицања добити био занемарљив. То није био случај са шведском валутом, чија је вредност била већа од вредност данске валуте за 0,5, односно од норвешке за 0,25.¹⁴¹ То је било довољно подстицајно за прилив данских и норвешких кованица у Шведску, што је представљало сметњу. Флуктуације вредности појединих валута нису представљале једини разлог, односно чак ни одлучујући разлог унификације кованица. Златни стандард је изабран као погоднији монетарни систем заснован на децималном систему за нордијске валуте. Фаворизовање децималног система и златног стандарда је било базирано на принципу рационалности, јер су главни трговински партнери, Велика Британија и Немачка, функционисали у оквиру златног система. Сви ови фактори су допринели стварању валутне уније 1873. године од стране Шведске, Данске и Норвешке. Иако је Норвешка званично потписала споразум две године касније, практично је од самог почетка била чланица уније. Формирање валутне уније је означило и замену дотадашњих националних валута новом, заједничком валутом, скандинавском круном. Вредност нове валуте је у утврђена у односу на злато, сав ковани новац је био законско средство плаћања без обзира која од држава чланица је вршила његово издавање, а једина контрола и ограничење новчане масе се односило на максималну количину новца намењену кредитирању приватног сектора. Проблем оптицаја папирног новца, који није био обухваћен споразумом, чиме није фиксирана његова вредност у односу на злато, је решен касније. Три централне банке су одлучиле

¹⁴¹ Bordo M. and Jonung L. (1999) The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? pp. 1-40.

да уведу специјална права вучења као међусобно средство плаћања 1885. године. Елиминисани су трансакциони трошкови у виду камате и других провизија. Захваљујући добром функционисању Уније, пре свега између Шведске и Норвешке, 1894. године је утврђена фиксна вредност папирног новца и омогућена његова циркулација без икаквих ограничења.

Данска централна банка је била ван новог споразума све до 1901. године. До Првог светског рата није било већих економских и политичких притисака, осим политичког одвајања Норвешке и Шведске 1905. године, што је изазвало одређену нестабилност у краћем временском периоду. Златни стандард је обезбеђивао стабилност понуде новца. Све три земље су избегавале претерано издавање кованица. Количина новца у земљама чланицама се повећавала у складу са њиховим економским растом, а висина каматне стопе и стопе инфлације је била усклађена међу чланицама. Сви ови догађаји су проузроковали почетак нарушавања функционисања Скандинавске уније, а 1917. година се може означити као почетак тог процеса, када је Шведска прогласила ембарго на злато, што је значило да злато и новчанице више нису биле међусобно заменљиве у истом паритету а 1924. године је једино новац земље издаваоца био законско средство плаћања у њој, што је дефинитивно означило престанак функционисања Уније.

3.6. Монетарне уније двадесетог века

Обзиром на велики значај који су монетарне уније имале на опоравак и даљи развој њених чланица, традиција њиховог формирања је настављена и у 20-ом веку. Француска заједница Африке (Communauté française d'Afrique-CFA)¹⁴² постоји још од 1945. године, као монетарни споразум (по карактеристикама подсећа на валутни одбор) између Француске и 15 земаља које припадају делу подсахарске Африке, које су углавном бивше француске колоније. Тих 15 земаља чине Комори, 6 земаља чланица Економске и монетарне уније централних афричких држава и 8 земаља чланица Економске и монетарне уније западних афричких држава. Заправо, ову унију чине Француска, Комори и две економске и монетарне уније. Обе монетарне уније имају централне банке, које су задужена за емитовање различитих CFA франака, чија је вредност фиксирана према евр (раније је његова вредност била фиксирана у односу на француски франак) и то у идентичном односу од 655,957 CFA франака за један евро, док Комори имају сопствену валуту, коморски франак, који је фиксиран у односу на евро у другачијем износу. Иако је вредност CFA франка фиксирана у истом износу у односу на евро, кованице и новчанице које издаје централна банка једне монетарне уније нису прихваћене у другој, и обратно, што указује да не постоји конвертибилност међу тим валутама. Према подацима из 2010. године, укупна популација CFA француске уније је износила око 136 милиона, што би се грубо могло упоредити са Руском федерацијом, а по величини БДП од 142 билиона долара се може поредити са

¹⁴² Dearden S. (1999) The CFA and European Monetary Union, Manchester Metropolitan University DSA European Development Policy Study Group Discussion Paper No. 14.

Казахстаном. У оквиру уније је остварена нижа стопа инфлације у односу на друге земље Африке, пре свега захваљујући смањеном кредитирању националних влада и спречавању финансирања дефицита штампањем додатних количина новца, који би само подстицао даљи раст инфлације.

На другој страни, бивше британске колоније, осам малих земаља у Карипском океану, су формирале Источну карипску монетарну унију¹⁴³. Источни кариби имају дугу историју фиксирања своје валуте, тј. примене валутног одбора као девизног режима. На почетку, вредност валуте је била фиксирана у односу на британску фунту, а од 1976. године вредност источно-карипског долара је фиксирана према америчком долару (2,7169EC\$ = 1US\$). Источно карипска банка је јединствена централна банка која емитује новац. Коришћење јединствене валуте никада није довођено у питање, због бројних предности које на тај начин долазе до изражаја. Иначе мале по обиму и по популацији, земље удружене у монетарну унију користе предности економије обима, смањују трансакционе трошкове и трошкове конверзија валута, чиме подстичу и повећавају обим трговине.

Већина анализираних монетарних унија, како националних, тако и мултинационалних, су у оригиналном или мање модификованом облику функционисале до Првог светског рата. Разлози формирања унија су вишеструки: монетарни, политички, економски. А на другој страни, разлози престанка њиховог функционисања су или изложеност изненадној катастрофи (рату) или нарушавање правила на којима је базирана унија, а до тога неминовно долази јер се у току времена стартне позиције земаља чланица мењају, што условљава измену правила која би им у новонасталим условима боље одговарала. Основни проблем који тада настаје је што та нова правила не одговарају свим земљама чланицама подједнако, чиме се нарушава функционисање првобитно креиране уније.

4. Предности и недостаци фиксног девизног курса

Дугорочна традиција фиксирања девизних курсева између великог броја земаља (како је у претходном одељку описано) указује на његову важност, као и чињеница да након периода златног стандарда и бретонвудског монетарног система се велики број земаља поново одлучује на примену режима фиксног девизног курса. У време златног стандарда, вредности националних валута су биле утврђене у односу на количину злата коју су јединице националне валуте у себи садржале. Земље су међусобно одржавале фиксне девизне курсеве, важила је потпуна конвертибилност валута у злато, а веровало се и да ће аутоматски механизам прилагођавања платног биланса довести до

¹⁴³ Economic Survey of Latin America and the Caribbean (2013) Eastern Caribbean Union (ECCU), <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/3/50483/EEI-ECCU.pdf>

спољно-трговинске и унутрашње равнотеже земље. Земље које су имале проблема са дефицитом платног биланса су биле у обавези да извозе злато у земљу која је имала суфицит у платном билансу, и тада би дошло до покретања аутоматског механизма прилагођавања (извоз злата → смањење новчане масе → смањење цена → пад ценовне конкурентности → повећање извоза → смањење увоза). Златни стандард је престао да функционише са Првим светским ратом, али су његове основне поставке биле нарушене онда када земље чланице нису биле спремне да своју спољно-трговинску равнотежу решавају нарушавањем унутрашње неравнотеже, односно нису биле спремне да у случају појаве дефицита у платном билансу, извозе злато. Након завршетка Другог светског рата било је очигледно да ни једна земља не може обновити ратом разорену економију самостално, већ да мора доћи до међусобног удруживања.

Нови међународни монетарни систем је креиран 1944. године у Бретон Вудсу, познат под називом бретонвудски монетарни систем. Своје упориште је пронашао у златном стандарду и самим тим у основним поставкама подсећао на њега. То се пре свега односи на фиксан девизни курс и конвертибилност у злато, али овога пута, конвертибилност само америчког долара у злато и то по фиксној и непромењеној цени од 35 долара за једну унцу злата. Валуте осталих земаља су биле фиксирани у односу на долар. То је америчку привреду аутоматски ставило у први план, а развој осталих земаља учинило зависним од кретања у америчкој привреди. Све док је Америка успевала да врши конверзију долара у злато по договореној фиксној цени, систем је добро функционисао, а економије које су у њему учествовале успевале да оставрују економски раст. Међутим, дефицит у платном билансу Америке, огромна јавна потрошња и висока стопа инфлације су довели до слабљења поверења у амерички долар, па су остале земље реаговале повећаним захтевима за конверзију националних валута у злато. Та реакција је била сасвим оправдана и у циљу заштите сопствених економија, али тада долази до изражаја њихов завистан положај. Жеља за конвертовањем валута у злато је остала на томе, а стварност се огледала у депресијацији долара и апресијацији свих осталих националних валута кој есу учествовале у систему. То је означило и нарушавање правила на којима је систем био заснован (конверзија долара у злато по непромењеној, фиксној цени од 35 долара за унцу злата). Та „трајна и непромењена цена“ је 1973. године износила 43 долара за унцу злата, а сви негативни ефекти депресијације су се прелили на економије које су фиксирале вредности својих валута према долару. Међународни монетарни фонд, као финансијска институција која је управо тада и формирана са циљем одржавања стабилности девизних курсева, је 1976. године прогласила постојање система флексибилних девизних курсева, јер су и остале земље биле принуђене да изврше депресијацију својих валута. И поред свих неуспеха одржавања фиксних девизних курсева, поједине земље се поново одлучују на његову промену у оквиру монетарних унија, валутних одбора. Зашто? Које су основне предности фиксних девизних курсева?

Једна од основних предности фиксних девизних курсева је сигурност пласмана, сигурност учесника у економским трансакцијама да неће доћи до обезвређења уложеног новца или прихода стеченог по основу уложених средстава. Он олакшава утврђивање рентабилности инвестиционих улагања, пружа поуздану основу за калкулације свих послова и позитивно делује на склапање дугорочних пословних аранжмана. Фиксним девизним курсем се штити национална привреда од краткорочних и стихијских поремећаја на светском тржишту и повећава интерес нерезидената да домаћу валуту користе као резервну. Преко повећане емисије домаће валуте долази и до повећања емисионе добити у домаћој привреди. Фиксирањем девизних курсева се смањује простор спекулативних трансакција, јер се не очекује јачање или слабљење домаће валуте у наредном периоду.

Ограничења фиксног девизног курса, која су и довела до појаве флексибилних девизних курсева, као друге крајности режима девизног курса, огледају се у следећем. Прво, национална економска политика је подређена одржавању датог фиксног курса. Фиксни девизни курс обично одржава вредност националне валуте прецењеном, што домаћу привреду ставља у неконкурентан положај. Наиме, искривљује се реална слика о рентабилним привредним гранама, извозним пословима, штите се поједини сектори индустрије и вештачки чине конкурентним. Прецењеност домаће валуте води смањењу извоза и повећању увоза, што узрокује дефицит у платном билансу. Фиксним девизним курсем се смањује подручје у коме се може испољити компаративна предност и дају погрешне информације о томе где треба усмеравати производне факторе. Производња која је базирана на увозним сировинама се тада чини рентабилнијом него што она реално јесте. Прецењена домаћа валута у условима фиксног девизног курса, тј. ниска цена девиза, актуелизује коришћење страних кредита. Средства која се на тај начин прибављају се и троше у иностранству, обзиром на већу куповну моћ, јер би се при њиховом конвертовању у домаћу валуту део вредности истопио. То значи да се смањује ниво домаћих инвестиција и ограничавају могућности економског раста домаће привреде. Неопходна количина стране валуте за отплату тако узетих страних кредита се прибавља по нижој цени од реалне. Како је већ истакнуто, у условима прецењене домаће валуте долази до раста дефицита платног биланса. Када се исцрпе све могућности финансирања дефицита, мора уследити примена корективних мера, које се обично манифестују повећањем девизног курса и увођењем разних видова девизне контроле. Повећање девизног курса се одражава на сва подручја, без могућности селективног дејства, а тек тада се откривају многе грешке у развоју националне привреде, нерационалној алокацији ресурса и великој задужености. Ефекти извршене девалвације зависе од великог броја фактора, а пре свега од еластичности домаће тражње увезене робе и стране тражње извозних производа (Маршал-Лернерова теорема). Поред тога, фиксни девизни курсеви, штитећи националну привреду од поремећаја на светској сцени, одлажу неопходна прилагођавања у националној привреди измењеним околностима. Фиксни девизни курс, како је претходно истакнуто, намеће употребу административних мера прилагођавања платног биланса, мере спољно-трговинске и девизне контроле. Ако се девизна контрола примењује у дужем

временском периоду, онда се јавља опасност да временом земља изгуби критеријуме рентабилности производње, извоза и инвестиција. Тада паритет и фиксни девизни курс губе своју функцију компарације домаћих и иностраних цена, основе за вођење активне и пасивне заштитне политике и оцене рентабилности домаће производње. Фиксни девизни курс намеће и потребу држања веће количине монетарних резерви. Држање великих монетарних резерви подразумева и одговарајуће трошкове, јер та средства не могу бити алтернативно искоришћена у продуктивније сврхе. Недостатак његове примене се огледа и у чињеници да се девалвацијом, ређе ревалвацијом, „преко ноћи“ може извршити промена девизног курса, чиме се неутралишу многе позитивне стране његове дотадашње примене.

5. Евро као оптимална валута

Евро као заједничка валута, уведена прво као теоријски новац 1999. године, а потом и као званично средство плаћања 2002. године, представља врхунац монетарних интеграција у Европи и њихово „крунисање“. Годинама пре тога је нова новчаница пажљиво планирана – не само естетски, већ уз уважавање практичности и безбедности, и у коначном је као резултат добијено 7 папирних новчаница и 8 различитих облика кованог новца, који су пронашли употребу широм Европе, а и осталих земаља света. Евро се данас користи као званична валута у 18 земаља Европске монетарне уније (ЕМУ) и то у Белгији, Немачкој, Ирској, Шпанији, Француској, Италији, Луксембургу, Холандији, Аустрији, Португалији, Финској (од 1999) затим Грчкој (од 2001) Словенији (од 2007) Кипру и Малти (од 2008) Словачкој (од 2009) Естонији (од 2011) и као најмлађој и, за сада, последњој чланици ЕМУ, Латвији (од 2014). Поред чланица ЕМУ, евро се користи и у Монаку, Сан Марину, Ватикану (ове државе имају службени споразум са Европском унијом о коришћењу евра) затим у Црној Гори, Косову и Андори (које немају потписан споразум за коришћење) а валуте неких земаља су везане за евро, Босна и Херцеговина (конвертибилна марка), Бугарска (бугарски лев), Зеленортска острва (ескудо). Сам назив, евро, је усвојен 1995. године на састанку Европског савета у Мадриду, као део комплексних припрема за увођење јединствене валуте. Символ нове валуте € је био инспирисан грчким словом епсилон (ε) али такође представља и прво слово латиничне речи „Европа“, док две паралелне линије, које прелазе преко симбола, означавају стабилност. За израду симбола новокреиране новчанице је био расписан интерни конкурс, где је било разматрано 30 различитих предлога, од којих је 10 тестирано у јавности, а коначну одлуку између два предлога која су ушла у најужи избор су донели тадашњи председник комисије, Jacques Santer и комесар Yves Thibault de Silgy. Новчанице које су у оптицају имају неколико безбедносних ознака, које би требале у потпуности да обезвреде покушаје фалсификовања истих, а то су водени знак, заштитна нит, холограм, а рељефни подаци на њима омогућавају и слабовидима да их лакше препознају. Исто важи и за ковани новац, где су напредне техничке иновације коришћене у њиховој изради, са разликама у величини, боји и дебљини у зависности од њихове вредности. Увођење евра се може сматрати до сада највећим монетарним експериментом, зато што у његовој основи не

лежи ни јединствен политички ауторитет, нити златна подлога, будући да је Европска унија првенствено заједница, са разноврсном политичком сценом. Упркос израженим сумњама у могућност функционисања евра и противљењу у неким земаља његовом увођењу, еврo се показао као веома моћна, и за сада, стабилна валута.

Улогу заједничке обрачунске јединице на подручју Европе пре евра вршиле су европска обрачунска јединица (European unit of account – EUA) која је као књиговодствени новац уведена 1950. године и имала је ограничену употребу. Заправо, процес економског и монетарног повезивања земаља западне Европе је започет оснивањем Организације за европску економску сарадњу 1948. године (Organisation for European Economic Cooperation-ОЕЕС) са циљем јачања мултилатералне трговине међу земљама чланицама. У тренутку формирања, чланице су биле западноевропске земље (16) као и САД и Канада. Дванаест година касније, ОЕЕС мења свој назив у Организацију за економску сарадњу и развој (Organisation for Economic Co-operation and Development - ОЕСД) и подручје деловања, а број земаља који улазе у њен састав је повећан на 20, будући да су Јапан и Шпанија постале чланице. Данас се у саставу ОЕСД налазе 34 земље. Европска обрачунска јединица је имала ограничену функцију у процесу пребијања међусобних потраживања западноевропских земаља у оквиру формиране Европске платне уније (European Payments Union - EPU).

У наредном периоду су интензивирани напори успостављања јединственог монетарног система на подручју Европе, а услови за стварање јединственог монетарног система (European Monetary System) су створени 1979. Године. То је подразумевало и увођење нове заједничке валутне јединице – European Currency Unit (ECU) која је од 1981. године потпуно заменила до тада коришћену EUA и постала јединствена обрачунска јединица Европске економске заједнице. Постојала је и трећа новчана јединица која је уведена на простор данашње Европске уније, тзв. “Euro” – European composite unit, која је уведена 1973. године. Њу су чиниле валуте девет земаља тадашње Европске економске заједнице чије су функције, попут EUA, биле ограничене и то за емисију обвезница Европске инвестиционе банке, као и за буџетска плаћања. Ипак, од свих поменутих претеча евра, ECU је имао најважнију улогу јер је учествовао у формирању резерви и плаћањима централних банака. ECU је имао улогу деноминатора у механизму девизних курсева. Потом, имао је улогу референтне вредности у одређивању индикатора одступања перформанси сваке појединачне валуте, која учествује у механизму девизних курсева, у односу на просек Заједнице. ECU је коришћен као деноминатор кредитних операција. Наиме, када би нека од валута достигла најнижу вредност у односу на остале валуте које учествују у механизму девизних курсева, било је неопходно пружити подршку и повећати њену вредност. Ако је централна банка чија је валута ослабила, продавала најјачу валуту у корпи валута, имала је прво да позајми количину која јој је неопходна коришћењем краткорочних кредитних олакшица. Таква трансакција се евидентира као дуговање ECU, односно дуговање земље која позајмљује средства на рачуну код Фонда за монетарну сарадњу, а идентичан износ као противставка на рачуну земље кредитора која је дала новац. Стопа по којој се вршила ова конверзије је једнака ECU, односно стопи валута укључених на дан интервенције, а коју одређује Комисија. Као што је већ истакнуто, ECU се користио и као резервна валута. У механизму девизних курсева, депозити

централних банака код Фонда за монетарну сарадњу, 20% резерви злата и 20% резерви у доларима у замену за ECU.¹⁴⁴

Као и EUA и Eurco, вредност ECU је заправо била представљена корпом валута, и то земаља чланица Заједнице и израчунавала се свакодневно на основу кретања девизних курсева валута које су учествовале у његовом формирању. Вредност ECU према америчком долару је у јануару 1984. године износила 0,79 долара. У корпи валута, најзначајнија је била немачка марка (око 30%) а на сваких 5 година је спровођена ревизија корпе валута¹⁴⁵. Основни циљ успостављања оваквог механизма девизних курсева је била монетарна стабилност на подручју Европе, односно покушај заштите економија земаља на подручју Европе од преливања негативних ефеката монетарне политике Америке. Наиме, поучене негативним искуством у претходном периоду, када је већина земаља Европе фиксирала вредност својих националних валута према америчком долару (бретонвудски монетарни систем) а потом била суочена са ревалвацијом својих валута (услед девалвације долара) и наметнутог погоршања сопствене конкурентске позиције.

Табела 13: Структура валута у корпи валута које су одређивале вредност ECU

Валута	13.03.1979.		17.09.1984.		01.12.1990.	
	Износ	%	Износ	%	Износ	%
Немачка марка (DEM)	0,828	27,3	0,719	32,1	0,6242	30,40
Француски франак (FRF)	1,150	19,5	1,310	19,1	1,332	19,10
Холандски гулден (NLG)	0,286	9,0	0,256	10,1	0,2198	9,50
Белгијски и луксембуршки франак (BEF, LUF)	3,800	8,2	3,850	8,6	3,431	8,12
Данска круна (DKK)	0,217	3,0	0,219	2,6	0,1976	2,49
Италијанска лира (ITL)	109,00	14,0	140,00	10,0	151,80	9,90
Ирска фунта (IEP)	0,00759	1,5	0,00871	1,2	0,008552	1,11
Британска фунта (GBP)	0,0885	17,5	0,0878	15,0	0,08784	12,56
Грчка драхма (GRD)	-	-	1,150	1,3	1,440	0,63
Шпанска пезета (ESP)	-	-	-	-	6,885	5,39
Португалски ескудо (PTE)	-	-	-	-	1,393	0,79

Извор: European Commission, The role of the ECU in the EMS and its other official functions, II-D-1/AL.ég./18.2.1983

¹⁴⁴ European Commission (1983) The role of the ECU in the EMS and its other official functions, http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter12/19830218theroleoftheecuintheems.pdf.

¹⁴⁵ Edison H. (1986) Is the ECU an Optimal Currency Basket, International Finance Discussion Paper, No. 289, pp. 1-33.

Као што потврђују подаци у табели, учешће немачке марке у корпи валута се повећавало, док су француски франак, холандски гулден и белгијски и луксембуршки франак у посматраном периоду задржале скоро непромењено учешће. Утицај осталих валута је временом слабио.

Табела 14: Калкулација девизног курса ECU на дан 12.01.1983. године

		12.1.1983. девизни курсеве националних валута према USD	Вредност националних валута у доларима	Девизни курс националних валута према ECU
	(1)	(2)	(3) = (1) : (2)	4 = Σ (3) x (2)
DEM	0,828	2,3528	0,3519211	2,29224
FRF	1,15	6,6685	0,1724526	6,49686
GBP	0,0855	1,58	0,1398300	0,616621
ITL	109	1350,25	0,0807258	1315,50
NLG	0,286	2,594	0,1102544	2,52723
BEF	3,66	46,22	0,0791865	45,0304
LUF	0,14	46,22	0,00302899	45,0304
DKK	0,217	8,2950	0,0261603	8,08150
IEP	0,00759	4,41	0,0107019	0,690966
Девизни курс долара прем ECU: 0,9742616				

Извор: European Commission, The role of the ECU in the EMS and its other official functions, II-D-1/AL.ég./18.2.1983

Заправо, композиција ECU као нове обрачунске јединице у Европе је идентична оној на основу које је одређивана вредност EUA. Пре него што су у корпу валута ушле још четири валуте, Европска комисија је одређивала вредност ECU у односу на грчку драхму, као и валуте 12 земаља које нису биле чланице ЕЕЗ и то на тај начин што је прво представљена њихова вредност у односу на амерички долар, а потом долара у односу на ECU. Композиција ECU се мењала, било прилагођавањем износа појединачних валута које су чиниле корпу валута, или укључивањем валута нових земаља чланица Заједнице. Према Резолуцији Европског савета¹⁴⁶, тежина поједине валуте у корпи валута се може преиспитати и, уколико је неопходно, ревидирати, што је и приказано у претходној табели. Тежина појединих валута се мењала у зависности од тога да ли долази до њене апресијације или депресијације у односу на остале валуте у корпи валута. Промена тежине поједине валуте је зависила од друштвеног производа земље, обима трговине међу земљама које чине корпу валута, као и учешћа у

¹⁴⁶ European Council (1978) Resolution of the Brussels European Council on the establishment of the EMS, http://www.cvce.eu/content/publication/1999/1/1/0deff52f-cd95-4d18-9eff-4db7d5ea344b/publishable_en.pdf.

краткорочном механизму монетарне подршке. Разлика у вредности ECU када долази до промене тежине појединих валута, а и самог броја валута, је приказана у следећој табели.

Табела 15: Калкулација девизног курса ECU на дан 31.12.1997. године

	1. корак		2. корак	3. корак
	Износ националних валута у корпи валута које чине ECU	USD девизни курс на дан 31.12.1997.	Износ националних валута изражених у доларима	Девизни курс националних валута и ECU
	(1)	(2)	(3) = (1) : (2)	4 = Σ (3) x (2)
DEM	0,6242	1,779436	0,3507853	1,97571
BEF	3,301	36,739529	0,0898487	40,7919
LUF	0,130	36,739529	0,0035384	40,7919
NLG	0,2198	2,006188	0,1095610	2,22747
DKK	0,1976	6,769491	0,0291898	7,51617
GRD	1,440	279,664105	0,0051490	310,511
ITL	151,8	1745,825191	0,0869503	1938,39
ESP	6,885	150,630295	0,0457079	167,245
PTE	1,393	182,003318	0,0076537	202,078
FRF	1,332	5,958673	0,2235397	6,61592
GBP	0,08784	0,601799	0,1459623	0,66818
IEP	0,008552	0,688839	0,0124151	0,00958
			$\Sigma=1,1103012$	
FIM (Финска марка)		5,383569		5,97738
ATS (Аустријски шилинг)		12,523928		13,9053
SEK (Шведска круна)		7,786818		8,64571

Извор: Резултат ауторових калкулација, према: <http://fxtop.com/en/historical-exchange-rates.php>.

Евро је последња обрачунска јединица уведена на подручје Европе. То је уједно и последња етапа у монетарним интеграцијама, а вредност евра је одређена на основу корпе валута које су чиниле ECU, па је самим тим и однос замене ових двеју обрачунских јединица био 1:1. Велика Британија и Данска су одлучиле да не приступе монетарној унији, самим тим су валуте ових земаља остале изван корпе валута које одређују вредност евра, и могле су слободно формирати своје девизне курсе, мада су они били под снажним утицајем нове заједночке евро валуте.

Табела 16: Девизни курсеви националних валута које су фиксирале своју вредност у односу на евро

Девизни курс евра према националним валутама: 1 EUR=	
BEF	40,3399
DEM	1,95583
GRD	340,750
ESP	166,386
FRF	6,55957
IEP	0,787564
ITL	1936,27
LUF	40,3399
NLG	2,20371
ATS	13,7603
PTE	200,482
FIM	5,94573

Извор: European Commission (1998) Council resolution, No. 2866.

Од како је уведен 1999. године, а званично 2002. године постао једина валута у земљама које су напустиле своје националне валуте, евро је преузео све функције новца у земљама еврозоне, и постао јединствена валута у којој се мери економска конкурентност и ЕМУ и свих њених чланица појединачно. Њиме се изражавају и упоређују цене свих добара које се налазе у робном промету земаља, чиме се утиче на њихово усаглашавање и изједначавање, смањује тзв. Фекат границе, који се односи на постојање веће разлике у ценама међу регионима који су географски близу а које дели државна граница, него у географски удаљеним регионима исте државе. Поред стимулисања повећане размене међу земљама које су приступиле монетарној унији, евро стимулише и развој кредитног система, и то не само захваљујући смањењу трансакционих трошкова, већ и кроз повећане могућности кретања капитала и његове алокације у најпрофитабилнија подручја, без утицаја државних граница. Данас је евро једна од водећих светских валута. Удео евра у светским девизним резервама је 25%, његов удео у дневној трговини на светским девизним тржиштима је око 40%, а са 33% учествује у укупно емитованим државним хартијама од вредности.¹⁴⁷ У нешто мањем обиму је заступљен у плаћањима трећих држава у међународној трговини. У еврима је 2003. године у периферним земљама било деномирано 59,9% депозита и 64% кредита, а 2006. године чак 72,1% депозита и 78,5% кредита.¹⁴⁸ Према подацима Европске комисије од како је уведен, евро је постао значајна валута, не само у земљама еврозоне, већ и значајна светска валута, испред које се налази само амерички долар. Крајем 2006.

¹⁴⁷ Economic and Financial Affairs, The Euro in the World, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/index_en.htm, Accessed 15 September 2013.

¹⁴⁸ ECB (2008) Monthly Bulletin, p. 98.

године, више од једне четвртине светских девизних резерви је било деномирано у еврима у поређењу са 18% 1999. године. У земљама у развоју је забележен највећи раст употребе евра као резервне валуте, са 18% 1999. године, на око 30% крајем 2006. године. То је и разумљиво, обзиром да већина земаља у развоју или има претензије да и сама пређе на употребу евра као сопствене валуте, или као главне трговинске партнере има земље у којима је евро званична валута.

Удео евра у званичним резервама свих држава у свету већи је од укупног удела свих валута држава ЕМУ, пре него што су приступили ЕМУ. Према подацима Међународног монетарног фонда, његово учешће је повећано са 17% у 1999. години на 25% у 2007. години. Због јачања улоге међународне валуте, евросистем је у 2005. години увео услуге управљања резервама за централне банке и монетарне власти лоциране изван еврозоне.

Табела 17: Укупна домаћа тражња (годишње процентуалне промене)

	1995-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Еврозона		1,8	3,1	2,8	0,3	-3,8	1,3	0,5	-2,2
Јапан	0,9	1,0	0,9	1,1	-1,3	-4,0	2,9	0,3	2,9
САД	3,7	3,2	2,6	1,2	-1,5	-4,0	2,8	1,7	2,1
ВБ	3,7	2,3	2,2	3,5	-1,8	-5,0	2,3	-0,6	1,2

Извор: International Monetary Fund (2013) Hopes, Realities, Risks, World Economic Outlook, April.

Када се посматра кретање укупне домаће тражње у еврозони и Јапану, Америци и Великој Британији, као што је приказано у табели, у еврозони, од 2006. године, домаћа тражња је у константном паду. Најнижи ниво је достигнут 2009. године, мада је то било карактеристично и за остале посматране земље, не само еврозону.

Табела 18: Реални БДП (годишње процентуалне промене)

	1995-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Еврозона	2,2	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,6
Јапан	1,1	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,6	2,0
САД	3,3	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,2
ВБ	3,3	2,8	2,6	3,6	-1,0	-4,0	1,8	0,9	0,2

Извор: International Monetary Fund (2013) Hopes, Realities, Risks, World Economic Outlook, April.

Јачању кредибилитета евра доприноси стабилност куповне моћи, а обзиром на његову природу као фиат новца, додатно се ставља акценат на остврење основног циља Европске централне банке, а то је стабилност цена. Европска централна банка доста успешно остварује постављени циљ, а према речима њеног бившег председника, Жан-Клод Трише-а (Jean-Claude Trichet) успешније него што је немачка централна банка успела да оствари стабилност цена у последњих 50 година. Чак је и криза еврозоне из 2008. године, означена као криза евра, иницијално ојачала и популаризовала евро међу европским политичарима и лидерима. Наиме, први утисак је био да ће земље које су суочене са великим јавним дугом, попут Грчке, Италије и Португалије, или земље

посебно погођене кризом некретнина, попут Шпаније и Ирске, доживети судбину валутне кризе у Аргентини, спекулативних напада и слично. Чак су и многи који су се противили увођењу евра у Италији, на почетку кризе били захвални што њихова идеја није реализована. А земље Европе које су задржале своје националне валуте су почетком кризе 2008. године, почеле да преиспитују одлуку, будући да су независна монетарна политика у Шведској и флексибилни девизни курс само нашкодили њеној економији.¹⁴⁹ Шок који је захватио еврозону је био симетричан, пружајући могућност заједничкој монетарној политици да попут кишобрана заштити своје чланице, кроз повећање ликвидности система и снижавање каматних стопа. Криза еврозоне се никако не сме поистоветити са кризом евра као валуте, обзиром да је један од главних узрочника нестабилности у еврозони одсуство фискалне унификације, а ти се проблеми не могу стављати на терет евра као валуте. Главни проблем досадашњег функционисања евра је што није постојао довољно велики притисак на земље чланице да изврше веће структурне реформе својих економија. Наиме, један од аргумената за увођење евра је био да ће то приморати земље чланице ЕМУ да изврше дерегулацију и либерализацију тржишта роба и услога, да би могле да се ослоне на тржишни механизам прилагођавања асиметричним шоковима, кроз флексибилност цена и надница.¹⁵⁰ То потврђује и пад продуктивности у еврозони као целини, са 1,9 процената 1990. године, на 1,2 процента у периоду од 1995-2001. године.¹⁵¹ На другој страни, раст запослености је забележен у том периоду, од пада од 1,6% 1990. године на 1,2% у периоду од 1995-2001. године. Закључак спроведених анализа Европске комисије је да евро није имао статистички значајан утицај на правац обухватних реформи у земљама ЕМУ, без обзира каква је природа спроведених реформи.

Међународна улога евра током 2010. године је остала углавном стабилна, у поређењу са великим међународним валутама. Удео финансијских инструмената деноминираних у еврима је повећан 0,3 п.п. у глобалном власништву девизних резерви и за око 1 п.п. у промету на страним валутним берзама¹⁵². Удео јединствене европске валуте у светским девизним резервама је повећан на крају 2010. године на 26,3%, тј. на око 5,12 милијарди долара. Што се тиче дужничких хартија од вредности емитованих у свету, количина деноминираних у еврима је смањена је 2010. година. За око 2 п.п. на 27,4%, што је у складу са флукуацијом током последњих година. Укупна вредност таквих хартија од вредности је процењена на 10,57 милијарди долара.

Ипак, како је објавила агенција SWIFT¹⁵³ која пружа услуге у области глобалних трансакција, кинески јуан је у октобру 2013. године постао друга најкоришћенија валута у свету за финансирање трговања, иза америчког долара, који остаје главна валута при финансирању трговања, са уделом од 81,08%, а испред евра. Удео јуана у финансирању трговања је порастао на 8,66% и то са 1,89% колико је учешће кинеске

¹⁴⁹ A. Alesina and A. Stella (2010) Politics of Monetary Policy, NBER, WP 15856, p. 42.

¹⁵⁰ A. Alesina, Ardagna S. Galasso V. (2008) The Euro and Structural Reforms, NBER, WP 14479, p. 5.

¹⁵¹ European Commission (2008) Economic Forecast, EC, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, p. 29.

¹⁵² Euroepan Central Bank (2011) The International Role of the Euro, ECB.

¹⁵³ BETA (2013) Kineski juan druga najkorišćenija valuta u svetu, pristupljeno 3. decembra 2013. godine.

националне валуте износило у јануару 2012. године. Јуан је у међународној трговини почео да се користи од 2009. године и од тада плаћања у овој валути брзо расту. Кинеску валуту у трговини, поред дакле саме Кине, користе и Хонг Конг, Сингапур, Немачка и Аустралија. Кина, као друга највећа привреда на свету, настоји да ојача и улогу и значај сопствене валуте на међународној сцени, и да смањи зависност од америчког долара.

5.1. Предности и недостаци употребе евра као заједничке валуте

Евро је настао као јединствена валута због многих погодности које њено коришћење има у односу на ситуацију употребе посебних, националних валута. Примарна предност се огледа у повећању трговине унутар евро зоне. До таквог ефекта долази услед непостојања ризика девизних курсева, смањења трансакционих трошкова, усклађености процедура. Према пројекцијама појединих аутора, коришћење јединствене валуте треба да резултира растом трговине за 20-60% у наредне три деценије.¹⁵⁴ Као што је већ истакнуто, коришћење заједничке валуте доводи до смањења трансакционих трошкова, где се уштеде крећу од 0,3-0,4% БДП годишње. То значи да остварена уштеда може бити пласирана у продуктивне сврхе и искоришћена за поспешивање привредне активности. Битан ефекат коришћења јединствене валуте је смањење ризика појединих земаља, што финансирање дефицита и јавног дуга земље чини јефтинијим. Па ипак, у таквим условима треба бити посебно обазрив у употреби ослобођених средстава услед јефтинијег сервисирања јавног дуга. Реткост је да та средства буду прерасподељена у корист смањења пореза или државне потрошње, а постоји опасност и од претераног задуживања земље. Приликом коришћења јединствене валуте долази до изражаја ефекат економије обима, јер је трошак одржавања једне валуте јефтинији него трошак одржавања 18 различитих валута. То изазива дејство још једног позитивног ефекта, а то је рационалнија алокација капитала, који у условима јединствене валуте брже и лакше препознаје најповољније услове на тржишту. У таквим околностима, профитирају земље које имају конкурентску предност, а остале морају пронаћи начине унапређења своје позиције. У супротном ће доћи до изражаја негативни ефекти. Емисиона добит (seigniorage) је приход који се стиче емитовањем новца које има реално покриће¹⁵⁵ и који је значајан мотив његовог креирања. То је један од начина финансирања државне потрошње, као алтернатива јавном задуживању или повећању пореза. Тај износ прихода који држава ствара креирањем новца је једнак количнику промене номиналне новчане масе (од краја прошлог до краја текућег месеца) и нивоа цена¹⁵⁶. Сама реч је француског порекла (seigneurs – феудални властелин у средњем веку који је имао право да свој властелински посед купи за новац), и указује на то да је издавање новца пре свега била

¹⁵⁴ Maliszewska, M. (2006) EMU Enlargement and Trade Creation, in: Dabrowski, M. and J. Rostowski (eds.), The Eastern Enlargement of the Eurozone, Heidelberg: Springer, pp. 63-73.

¹⁵⁵ Марковић Д. Фуртула С. (2009) Унилатерална еврозација као монетарни феномен, Економски хоризонти, 11 (2) стр. 41.

¹⁵⁶ M. Obstfeld (2012) Notes on Seigniorage and Budget Constraints, Economics 202A, pp. 1-7.

привилегија великана, који су могли да купују добра издавањем сопственог новца. Сењораж у ширем смислу може се израчунати по следећој формули:

сењораж = номинална вредност новчаница или кованог новца – трошкови производње, дистрибуције и повлачења из оптицаја

Ако се сењораж посматра као мултипликатор номиналне стопе раста готовине и реалне потражње за новцем, што је већа реална количина новца у оптицају, утолико је већа и емисиона добит која одговара одређеној номиналној стопи раста новца. Трошак штампања новца је мали у односу на његову вредност и сврху коришћења. Реална тражња новца расте у складу са растом реалног дохотка. Дугорочан раст реалног дохотка отвара простор повећању реалне тражње за новцем само повећањем новчане масе. Главни проблем је што повећање новчане масе изазива повећање инфлације, а њеним повећањем расте опортунитетни трошак држања новца. То условљава смањење реалне количине новца, па убрзани номинални раст новца резултира мање него пропорционално повећање сењоража. Мастрихтским споразумом дефинисано је да приходи од сењоража буду подељени међу државама чланицама, и претпостављено је да је количина примарног новца у државама приступницама пропорционална величини економије, која је мерена величином популације или друштвеног производа.

Транспарентност у обављању трансакција која је добијена укидањем мноштва девизних курсева је корист која се добија коришћењем јединствене валуте. Тиме се обезбеђује стабилност и сигурност прихода, јер је у питању валута у којој се обављају трансакције и то не само између земаља евро зоне већ и ван ње, валута у којој се чувају девизне резерве и врше пласмани. Удео евра у званичним резервама свих држава у свету је већи од укупног удела свих валута чланица ЕМУ, пре њиховог приступања. Према подацима Међународног монетарног фонда, удео евра у девизним резервама је у првом кварталу 2012. године износио 24,8%, (амерички долар 61,56%) а у првом кварталу 2013. године је учешће евра износило 23,68%, и на другом је месту у односу на амерички долар са 52,3%. Јапански јен и енглеска фунта у првом кварталу 2013. године бележе учешће од 3,90% и 3,88% редом.

Основни недостатак је губитак монетарног суверенитета и немогућност монетарних власти у земљи да самостално воде монетарну политику. То аутоматски означава и смањење броја инструмената који им стоје на располагању за фина, структурна прилагођавања. Негативни ефекти из једне земље чланице монетарне уније се преносе и на другу земљу која ту исту валуту и користи. Различити привредни циклуси у којима се поједине земље налазе онемогућавају јединствен ефекат заједничке монетарне политике, и не одговарају свим земљама подједнако. У циљу хармонизације и прилагођавања земаља условима коришћења заједничке валуте су и дефинисани критеријуми конвергенције, али ЕМУ чине и земље које су их испуниле, али и оне које ни у тренутку усвајања јединствене валуте нису све задовољиле, и поред коришћења „креативног рачуноводства“ као ефикасног механизма подешавања посматраних вредности (пример Грчке). Па ипак, ефекти самосталне монетарне политике пре

приступања монетарној унији су се показали мање успешним од доста ригидне, али стабилне монетарне политике које се спроводи на нивоу монетарне уније. Велики број критика се односи на немогућност коришћења финансијских инструмената којима би се самосталном политиком могло утицати на агрегатну тражњу, или повећање конкурентности кроз депресијацију националних валута, уз уважавање чињенице да је ту предност могуће остварити само у кратком року.

6. Да ли евро делује стабилизујуће на привреде земаља које га користе као монетарну јединицу?

Евро је од свог увођења, па до данас, постао веома значајна светска валута, која ужива кредибилитет захваљујући економској снази земаља које га користе. Подаци који су претходно изнети говоре у прилог чињеници да је евро успео да преброди проблеме пред којима се наша ЕМУ, дакле успео је да очува њену стабилност. Тај задатак је био знатно сложенији, обзиром да је требало одржати стабилност у 18 земаља чланица ЕМУ, насупрот терету који би могла да носи валута једне националне економије. Па ипак, пре увођења евра, било је пуно скептичних размишљања да ће употреба нове валуте учинити нестабилнијим привреде које прелазе на њену употребу. Разлози таквих очекивања су били повезани са страховима да ће монетарна политика у еврозони бити активнија него што је била монетарна политика стабилних земаља Европе. А са друге стране, већина аутора је сматрала да ригорознија монетарна политика (остварење неприкосновеног циља стабилности цена) не би одговарала земљама са вишим инфлаторним очекивањима.¹⁵⁷ Учешће монетарне политике у остварењу стабилности неке економије је несумњиво важно, али она није једини фактор од кога зависи стабилност цена. Дејство фискалне политике може бити комплементарно или конфликтно дејству монетарне политике, а њихове ефекте је врло тешко разграничити. Прецизно дефинисање само ефеката монетарне политике би теоријски било могуће када би се зауставило деловање фискалне политике у одређеном временском периоду. Обзиром да ово у реалности није могуће, онда се о ефектима монетарне политике може говорити када нема озбиљнијих поремећаја у фискалној политици. Тада се њен успех мери кроз остварење постављеног циља, што је у случају еврозоне ценовна стабилност. У земљама чланицама је присутна конвергенција цена, али су још увек присутне разлике у стопама инфлације и јединичним трошковима рада, што је резултат ригидности надница и цена. О одабраном примарном циљу монетарне политике Европске централне банке је већ било речи и важности који остварење овог циља има на макроекономску стабилност. Дакле, на стабилност, али не и на повећање економског раста, што потврђују многи примери економија у којима је постојала ценовна стабилност али и привредна стагнација (Француска, Италија, Немачка). На другој страни, постоје примери земаља које су имале стопе инфлације које тренутно за еврозону нису прихватљиве, од 5-10%, а да су опет бележиле привредни раст (Ирска).

¹⁵⁷ Прокопијевић М. (2007) Европска монетарна унија, Грађевинска књига, Београд, стр.157.

Европска централна банка, имајући у виду основне принципе на којима је базирано њено функционисање, представља „наследницу“ немачке централне банке, односно прихватила је монетаризам као основну филозофију. Активном монетарном политиком се не може обезбедити дугорочна стабилност економије, обзиром да она подразумева реаговање расположивим инструментима на краткорочне осцилације у реалном сектору економије. То никако не може бити пут стварања стабилне економије, и најбоља стратегија монетарне политике земље је њена неутралност, уз активно учешће једино у случају озбиљнијих структурних проблема у економији. Главно питање које се намеће за еврозону и Европску централну банку, као креатора монетарне политике 18 различитих земаља, јесте колико је она успела да својом монетарном политиком стабилизује или дестабилизује економије њених чланица.

Истраживање спроведено од стране Mafi-Kreft and Sobel-a¹⁵⁸ имало је за циљ да покаже колико су заправо биле активне монетарне политике у земљама чланицама еврозоне пре њиховог чланства у ЕМУ. Истраживање је спроведено у Аустрији, Белгији, Француској, Немачкој, Италији и Шпанији. Међу одабраним земљама су оне у којима су централне банке спроводиле мање активну монетарну политику (Аустрија, Белгија, Немачка) и оне у којима су централне банке спроводиле активнију монетарну политику (Француска, Италија, Шпанија). Не постоји општа сагласност о начину емпиријског мерења величине и правца промена монетарне политике. Sims¹⁵⁹ као и Grier¹⁶⁰ у каснијим радовима идентификују промене у монетарној политици праћењем монетарног агрегата М1. Суштина је у одабиру адекватног монетарног агрегата према каматним стопама. Док су монетарни агрегати ендогене варијабле и нису под директном контролом централне банке, њихово кретање је високо корелирано са кретањем инфлације. Стога, промене у монетарним агрегатима одражавају акције монетарне политике централне банке. Аутори су као индикаторе у свом моделу користили монетарни агрегат М2 и реалне и номиналне краткорочне каматне стопе. Временски период у коме су посматрали промене одабраних варијабли је био од 1987-1998. године, а већи износи монетарног агрегата М2 су указивали на активнију монетарну политику одабраних централних банака. Да би направили поређење у монетарној политици у земљама пре приступања еврозони са монетарном политиком Европске централне банке, аутори су користили одступање посматраних варијабли у односу на параметре у САД, да би проверили робусност резултата. Обзиром да постоје велике разлике у амбијенту спровођења монетарне политике пре и након приступања еврозони, на овај начин су аутори желели да елиминишу тај параметар на добијене резултате. А резултати су указали да је у Француској, Италији и Шпанији степен променљивости и монетарног агрегата М2 и каматних стопа био знатно већи (и у апсолутним износима, и у односу на кретање у САД) пре увођења евра, него у Аустрији, Белгији и Немачкој.

¹⁵⁸ Mafi-Kreft E. and Sobel R. (2006) Does a Less Active Central Bank Lead to Greater Economic Stability? Evidence from the European Monetary Union, *Cato Journal*, 26(1) pp. 49-70.

¹⁵⁹ Sims C. (1972) Money, Income, and Causality, *The American Economic Review*, 62 (4) pp. 540-552.

¹⁶⁰ Grier K. (1989) On the Existence of a Political Monetary Cycle, *American Journal of Political Science*, 33 (2) pp. 376-389.

Закључак који се на основу тих резултата може донети је да су централне банке у првим трема земљама водиле знатно активније монетарне политике док су имале монетарну сувереност. Монетарна политика Европске централне банке, праћењем истих варијабли (M2, релане и номиналне краткорочне каматне стопе) указују на знатно мањи активизам монетарне политике. Следећи корак у њиховој анализи се односио на истраживање да ли су привреде Француске, Италије и Шпаније постале стабилније након што су приступиле еврозони и наставиле функционисање под окриљем мање активне (неутралне) монетарне политике Европске централне банке. Наводећи као недостатак у свом моделу кратак временски период и различите економске услове у којима су спровођене монетарне политике, закључак који су извели је да су привреде ових земаља постале стабилније, односно да су показале мање осцилација. Имајући у виду значај монетарне политике на економску стабилност (поједини аутори јој дају већи значај у односу на фискалну политику у погледу утицаја на привредну стабилност) то значи да је највећи број проблема потицао управо из настојања централних банака да активном политиком спрече краткорочне флукуације, а заправо су као резултат имали константну нестабилност. Чак су и привреде земаља чије су централне банке водиле мање активне монетарне политике (Аустрија и Белгија) постале стабилније након приступања еврозони. Једино је Немачка задржала готово идентичан ниво, што није неочекивано, обзиром на сличност у одабраним правцима монетарне политике Немачке централне банке и Европске централне банке. Аутори су у настојању да што реалније потврде своје закључке о већој стабилности економија посматраних земаља након увођења евра, као контролну групу користили Данску, Велику Британију и Шведску и промене у њиховој монетарној политици, обзиром да су њихове централне банке сачувале монетарну сувереност. Резултати су показали да све три земље које нису чланице еврозоне имају мању економску стабилност након формирања Европске монетарне уније. То само јача закључак који се односи на повећану економску стабилност у земљама Европске монетарне уније након прикључења, и о стабилизујућем дејству евра на земље које су одлучиле да њиме замене националну валуту.

Глава 7.

ПРЕМА МОНЕТАРНОЈ УНИЈИ У ЕВРОПСКОЈ ЗАЈЕДНИЦИ: ЗАШТО И КАКО?

1. Историја монетарних интеграција у Европи

Тежња земаља Европе за ближом економском и монетарном сарадњом није новијег датума. Убрзо након завршетка Другог светског рата, било је очигледно да опоравак националних економија европских земаља није могућ без интензивирања међусобне економске сарадње. Уговор у Риму, који је ступио на снагу јануара 1958. године, би се могао означити као једна од полазних тачака на путу европских интеграција. Истина, у том тренутку, нико није имао на уму увођење јединствене валуте, што је представљало врхунац интеграција. Хронолошки приказ развоја европских монетарних интеграција је дат у табели.

Табела 19: Пут формирања заједничке монетарне уније у Европи

1962.	Европска комисија први пут износи свој предлог о економској и монетарној унији (Marjolin Memorandum)
Мај 1964.	Због институционализације сарадње, формиран је одбор гувернера централних банака земаља чланица Европске економске заједнице
1971.	Представљен је Вернер-ов извештај (Werner Report) који садржи план реализације економске и монетарне уније у оквиру Заједнице до 1980. Године
Април 1972.	Успостављен је систем флукуација домаћих валута земаља чланица ЕЕЗ, тзв. Систем „змија“
Април 1973.	Формиран је Европски фонд за монетарну кооперацију, да би осигурао правилно функционисање „змије“
Март 1979.	Формиран је Европски монетарни систем
Фебруар 1986.	Потисан је Јединствени европски акт
Јун 1988.	Европски савет формира одбор експерата, којим председава Жак Делоре (Jacques Delors) ради давања предлога о реализацији Европске монетарне уније
Мај 1989.	Делор-ов извештај је представљен Савету Европе
Јун 1989.	Европски савет даје сагласност формирању Европске монетарне уније у три фазе
Јул 1990.	Започиње прва фаза формирања Европске монетарне уније
Децембар 1990.	Одржана је међувладина конференција за припрему друге и треће фазе формирања Европске монетарне уније
Октобар 1993.	Франкфурт је изабран као седиште Европског монетарног института и Европске централне банке, а изабран је и њен председник
Јануар 1994.	Започета је друга фаза креирања Европске монетарне уније и основан је Европски монетарни институт
Децембар 1995.	Европски савет у Мадриду одлучује о називу заједничке валуте и одређује сценарио за његово усвајање
Мај 1998.	Белгија, Немачка, Шпанија, Француска, Ирска, Италија, Луксембург,

	Холандија, Аустрија, Потругалија и Финска су сматране земљама које испуњавају услове за прихватање заједничке валуте евра
Јун 1998.	Основани су Европски систем централних банака и Европска централна банка
Октобар 1998.	Европска централна банка најављује стратегију и оперативни оквир јединствене монетарне политике која ће се спроводити од 1. јануара 1999. Године
Јануар 1999.	Започиње трећа фаза формирања Европске монетарне уније, евро постаје јединствена валута еврозоне, курсеви су неопозиво фиксирани за бивше националне валуте земаља чланица, спроводи се јединствена монетарна политика
Јануар 2001.	Грчка постаје дванаеста чланица еврозоне
Јануар 2002.	Улазак евра у оптицај
2007.	Словенија постаје чланица Европске монетарне уније
2008.	Кипар и Малта постају чланице Европске монетарне уније
2009.	Словачка постаје чланица Европске монетарне уније
2011.	Естонија постаје чланица Европске монетарне уније
2014.	Латвија постаје чланица Европске монетарне уније

Извор: Модификовано према: Scheller H. (2006) The European Central Bank, History, Role and Functions, European Central Bank, p. 16.

Формирање монетарне уније на подручју Европе, као врхунца монетарних интеграција, није било предвиђено Уговором о стварању Европске економске заједнице. Као што је приказано у табели, иницијатива за стварање економске и монетарне уније појављује се 1962. године, Марјолин-иним меморандумом Европске комисије. Па ипак, покренута иницијатива није наишла на прихватање, а један од разлога је и тај што је настала у време функционисања система међусобно фиксираних курсева, успостављених у Бретон Вудсу. Распадом бретонвудског монетарног система, идеја о стварању монетарне уније се поново актуелизује на самиту у Хагу, 1969. године, а као резултат је настао Вернеров извештај, један од три документа (поред Делоровог извештаја и Уговора из Мастрихта) који је имали највећи утицај у стварању монетарне уније на подручју Европе. Вернеров извештај је предвиђао увођење заједничке валуте до 1980. године. На бази овог извештаја, земље које су биле чланице Европске економске заједнице и потенцијални кандидати за монетарно уједињење, су отпочеле процес стварања монетарне уније у марту 1971. године. Убрзо након тога, 1972. године је уведена зона међусобне флукуације шест валута од $\pm 2,25\%$, популарно названа „змија“, због тога што је графички приказ кретања девизних курсева асоцирао на назив. Обзиром на усвојену зону флукуације валута, националне централне банке су имале обавезу да интервенишу преко расположивих инструмената, углавном коришћењем девизних резерви, у ситуацијама када би курс неке валуте одступао 75% од дозвољене флукуације $\pm 2,25\%$. Овај систем су чиниле валуте земаља чланица Европске економске заједнице (Немачке, Белгије, Холандије, Луксембурга, Француске и Италије) и још валуте двеју земаља које нису биле чланице ЕЕЗ – Норвешке и Шведске. Од априла до јуна 1971. године део система су биле и Велика Британија и Ирска, а од априла 1972. године до фебруара 1973. године и Италија. Систем није био стабилан, валуте неких земаља су неконтинуирано биле у њему (Француска се повукла

фебруара 1974. године, затим се вратила јула 1975. године, да би поново напустила систем 1976. године).

У циљу одржавања система флукуација, основан је Европски фонд за сарадњу, који је требало да буде претеча Европског система централних банака и Европске централне банке. Фонд је имао веома мала овлашћења, а период његовог оснивања је био праћен великим осцилацијама и високом инфлацијом, тако да је било готово немогуће одржати валуте у тако уско дефинисаним границама флукуације, па функционисање „змије“ није дало најбоље резултате у првим годинама примене. То је имало за резултат доношење одлуке о оснивању Европског монетарног система (одлука Савета министара са самита у Бриселу 1979. године) који је почивао на фиксним девизним курсевима, уз привремено тржишно прилагођавање, односно ограничење за међусобне флукуације валута земаља чланица Европске уније под скраћеним називом ERM (Exchange Rate Mechanism)¹⁶¹. Такође, исте године је дошло до увођења и монетарне јединице еки (European Currency Unit-ECU) која је представљала различите фиксирани количине свих валута Европског монетарног система. Све ово је представљало прелазно решење до формирања Европске монетарне уније, које је било предвиђено током 90-их година. Свакако, стварање монетарне уније је био знатно захтевнији и обимнији посао, захтевао је увођење јединствене валуте на територији монетарне уније, хармонизацију монетарних политика земаља чланица и од мноштва различитих економија креирање јединствене, која би могла да конкурише америчкој или јапанској привреди. Неколико валута је имало знатно веће флукуације од планираних и нису успеле да опстану у тако дефинисаном систему, што је за резултат имало његово напуштање (ERM је и даље постојао, са неколицином валута којима је немачка марка служила као номинално сидро) а самим тим и привремено напуштање идеје о формирању монетарне уније.

Нови покушај реализације старих идеја представљен је Делоровим извештајем 17. априла 1989. године, којим је предложено стварање монетарне уније и три корака.¹⁶² Претходни неуспели покушаји су служили као опомена да се поново не направе пропусти, па се одмах отпочело са мењањем правила (обзиром на непостојање законског оквира за формирање монетарне уније) и оснивањем неопходних институција које ће преузети функције. Након три године константног рада на стварању законске регулативе формирања монетарне уније, законске измене су кодификоване у Уговору из Мастрихта. Европски монетарни институт је створен 1992. године и представљао је претечу данашње Европске централне банке, који је њеним формирањем 1998. године званично престао да постоји. Поред стварања монетарне уније, веома важно питање које је требало да реши је и питање фискалне политике земаља чланица. У циљу

¹⁶¹ Currie D. (1991) Hard-ERM, hard ECU and European Monetary Union, in Canzoneri M, Grilli V. and Masson P. (eds.) Establishing a central bank > issues in Europe and lessons from US, Cambridge University Press, pp. 127-148.

¹⁶² Европски савет је јуна 1988. године одлучио да обнови идеју монетарне интеграције, задуживши комитет на челу са тадашњим председником Европске комисије и ранијим министром финансија Француске Жаком Делором (Jacques Delors) да састави конкретан програм монетарних интеграција на подручју Европе.

спречавања прекорачења дефицита посебно је значајна иницијатива немачког министра финансија, Теа Вајгела, који је крајем 1995. године предложио закључење посебног мултилатералног споразума између чланица Европске уније, познатог као Пакт стабилности и раста, у циљу обезбеђења преко потребне буџетске дисциплине за стварање и функционисање монетарне уније. Ова идеја је углавном била прихваћена од стране политичара Европске уније и представљала је неку врсту водича за обликовање националних фискалних политика. Главни принципи на којима се базирао Пакт стабилности и раста су се односили на квантитативно ограничење дефицита држава чланица еврозоне на 3% друштвеног производа, а за његово прекорачење би следиле велике новчане казне. Нажалост, готово све државе чланице су прекорачиле ове дозвољене лимите, а парадоксално, земља која је предлагала његово увођење (Немачка) је била и прва земља која је имала дефицит већи од дозвољеног, тако да је Пакт, уз покушаје ублажавања ових критеријума, престао да постоји.

Европска монетарна унија је заиста уведена у три степена, односно три фазе, како је и планирано Делоровим извештајем, али уз бројне модификације примарног решења¹⁶³. Три фазе се временски могу означити на следећи начин:

- Прва фаза (1.7.1990. године до 31.12.1993. године) – мере у оквиру овог првог нивоа монетарне интеграције су се односиле на употпуњавању заједничког тржишта, обезбеђењу услова за несметано кретање капитала и бољу интеракцију капиталних тржишта, а сарадња у области монетарне политике се обављала путем Комитета гувернера централних банака Европске уније,
- Друга фаза (1.1.1994. године до 31.12.1998. године) – односила се на јачање економске конвергенције, испуњење услова за улазак у монетарну унију и оснивање институција које ће вршити послове у складу са монетарном интеграцијом. У току ове фазе је основан Европски монетарни институт са седиштем у Франкфурту,
- Трећа фаза (од 1. јануара 1999. године) – довршена је институционална изградња еврозоне и дошло је до међусобног фиксирања курсева оних валута које су се, на основу испуњења услова конвергенције, квалификовале за улазак у еврозону. Успостављен је Европски систем централних банака и Европска централна банка, чиме је Европски монетарни институт престао да постоји.

Стварање монетарне уније је један од најважнијих корака на путу економских интеграција. Целокупан процес економских интеграција може бити подељен у шест фаза:

- 1) Повлашћено подручје трговине (смањене царинских стопа између појединих земаља),
- 2) Подручје слободне трговине (без унутрашњих царинских стопа на поједину или све врсте роба међу земљама чланицама),

¹⁶³ Извештај није предвиђао јединствену валуту, већ фиксне девизне курсеве.

- 3) Царинска унија (јединствене царинске стопе према трећим земљама и заједничка трговинска политика),
- 4) Јединствено тржиште (са јединственом регулативом и слободним кретањем роба, капитала, радне снаге и прометом услуга),
- 5) Економска и монетарна унија (јединствено тржиште са заједничком валутом и јединственом монетарном политиком),
- 6) Потпуна економска интеграција (она обухвата свих пет претходно описаних фаза и хармонизовану фискалну и остале економске политике).

Дакле, на свом путу економских интеграција, Европи је остао недовршен још последњи корак, а то је усаглашена фискална и све остале економске политике међу земљама које формирају монетарну унију. Истина, преко два фискална критеријума из Мастрихта, како је претходно описано, се настојала усагласити фискална политика међу земљама веома различитог историјског и тренутног нивоа економског развоја. Ипак, непостојање јединствене фискалне политике не може бити замењено напорима земаља да досегну ова два циља независном употребом расположивих инструмената.

Одговорност за целокупну економску политику унутар еврозоне није додељена једној институцији, већ је подељена између институција Европске уније и земаља чланица. Европска унија има пет органа и два саветодавна тела. Органи Европске уније су Европски Савет, Савет министара, Европска комисија, Европски парламент и Европски суд правде, док су два саветодавна тела Економски и социјални комитет и Комитет региона¹⁶⁴. Функционисање органа Европске уније карактерише изражена координација, са јасно дефинисаним циљевима и задацима. Европски савет, према Уговору о Европској унији, даје смернице за развој ЕУ, али и одређује њене опште политичке циљеве. Његови чланови су шефови држава или влада држава чланица, а састанци се одржавају најмање два пута годишње у циљу разматрања најзначајнијих питања Европске уније, пре свега у вези са спољном, безбедносном и унутрашњом политиком. Закључци Европског савета се објављују у виду саопштења и представљају водич за рад осталих институција. Најважнији орган Европске уније је Савет министара, зато што су његове надлежности и законодавне и извршне. Чине га министри држава чланица, а састанци и структура (састају се у 9 различитих формација¹⁶⁵) зависе од теме која је на дневном реду заседања. Тако Савет за опште послове и спољне односе, кога чине министри спољних послова, расправља о најважнијим питањима спољне политике, док су за питања из појединих области задужени ресорни министри. Савет министара је главни законодавац и надлежан је за доношење одлука за остваривање циљева дефинисаних Уговором о Европској унији, за доношење прописа, као и за усаглашавање економских политика држава чланица.

¹⁶⁴ European institutions, http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/index_en.htm, Accessed 25 April 2013.

¹⁶⁵ Савет општих и спољних послова; Савет за економске и финансијске односе, Савет за питања сарадње у правосудним и унутрашњим пословима; Савет за питања запослености, социјалне политике, здравља и заштите потрошача; Савет за питања конкуренције; Савет у области транспорта, телекомуникација и енергије; Савет за пољопривредну и политику рибарења; Савет за питања заштите животне средине; Савет за питања образовања, омладинске и политике културе.

Састанци се одржавају сваког месеца, а уколико се укаже потреба услед настанка непредвиђених околности, организују се ванредна заседања. Савет у већини случајева одлучује квалификованом већином, док се у случају решавања важнијих питања, попут пријема нових чланица, одлучује једногласно и у том случају свака држава чланица има по један глас. Када Савет одлучује квалификованом већином, државе чланице немају једнаку гласачку снагу, већ је број гласова пондерисан. Минималан број гласова који је потребан да би била донета одлука је 258 од 345 гласова¹⁶⁶.

На другој страни, најважнији извршни орган Европске уније је Европска комисија. Она има овлашћења да покреће иницијативе, предлаже правне акте Европске уније, припрема одлуке за Савет и да све донете одлуке након усвајања адекватно имплементира. У њеној надлежности је контрола примена права Уније у свим држава чланицама и представља главни покретач европских интеграција. Комисију чине 27 комесара, са мандатом од пет година, с тим што је Лисабонским уговором предвиђено да се број комесара смањи, а од 2014. године неће свака држава имати свог представника у Европској комисији, већ ће једна трећина увек морати да сачека свој ред, док дужина мандата представника остаје непромењена. Чланови Европске комисије треба да обављају дужности независно од националних интереса, односно у општем интересу Европске уније. Комисија има и репрезентативну улогу, будући да представља Европску унију према трећим државама. Седиште Комисије је у Бриселу.

Европски парламент представља грађане Европске уније, једино је непосредно изабрано тело Европске уније, којег чине 766 посланика који заступају 500 милиона грађана ЕУ. Бирају се из 27 земаља ЕУ¹⁶⁷. Основна улога Парламента је политичка контрола, али и именовање и разрешавање чланова Европске комисије. Савет министара и Европска комисија су у обавези да извештавају Парламент о свом раду, а за одлуке које доноси Савет министара је неопходно да се претходно достави мишљење Парламента. Европски парламент доноси годишњи буџет и врши контролу његове примене, у сарадњи са Саветом министара. Седиште Европског парламента је у Стразбуру, мада се највећи број састанака одржава у Бриселу. Европски суд правде доноси пресуде у ситуацији непоштовања примарних и секундарних прописа Европске уније и представља једини овлашћени тумач одредаба оснивачких уговора Уније. Надлежан је и за друге области из делокруга Европске уније, али у ограниченом обиму. Број судија који се налази у његовом саставу је условљен бројем земаља чланица Уније и осам јавних адвоката са мандатом од 6 година, са могућношћу поновног избора. Европски суд правде одлучује о случајевима које покрећу државе чланице, институције Европске уније, као и правна и физичка лица која су искористила све могућности које им је пружало национално законодавство. Седиште се налази у Луксембургу.

¹⁶⁶ Немачка, Француска, Италија и Велика Британија имају по 29 гласова, док најмањи број гласова, за сада, има Малта са 3 гласа.

¹⁶⁷ Хрватска је 1. јула 2013. године постала 28 чланица ЕУ, али су у дисертацији коришћени подаци за ЕУ 27, обзиром да се односе на период од 1997-2012. године.

Формирање Европске монетарне уније је представљало веома захтеван и компликован процес, зато што је обухватао низ врло прецизно дефинисаних корака, чију је координацију требало извршити у свим земљама које претендују да постану њене чланице. Наиме, све потенцијалне земље чланице су морале да, у предприступном периоду, изврше усаглашавање националног законодавства са европским, као и да досегну одговарајуће економске перформансе, које ће их квалификовати као пожељне чланице Уније (критеријуми конвергенције ће касније у раду бити детаљније анализирани).

Европска монетарна унија своје упориште има у заједничкој монетарној политици земаља чланица, заједничкој централној банци и заједничким девизним резервама. Имајући у виду претходно анализирање историје монетарних унија и њихову поделу на националне и мултинационалне, према основним карактеристикама Европске монетарне уније, иако одговор није очигледан и једностран, могло би се закључити да она више одговара националним унијама. Наиме, проналажење више сличности Европске монетарне уније са националним монетарним унијама, може помоћи у откривању њеног будућег развоја и дефинисању важнијих обележја. Историја монетарних интеграција показује да се монетарне уније формирају са циљем да буду трајне, али указују и на значај флексибилности. Ово иде у прилог опстанка Европске монетарне уније, без обзира на бројна искушења са којима се, и чланице понаособ, али и цела унија, суочавају. Флексибилност обезбеђује неопходно прилагођавање на измењене услове функционисања, како политичке, тако и економске, који су у Европској монетарној унији још очигледнији, обзиром да свака нова чланица доводи до новог прилагођавања и у самој унији. Затим, неминовно је да и Европска монетарна унија буде погођена ванредним шоковима, али то не значи да ће то довести до њеног распада. И претходно описане монетарне уније су биле изложене асиметричним шоковима, а потом нужним структурним променама које су оставиле трајне последице. Ипак, јака политичка воља за очувањем уније и заједнички напори да се што брже превазиђу проблеми поједних чланица, су били јачи од нарушене стабилности. Обзиром да је монетарна унија на подручју Европе формирана након њеног политичког уједињења, нема сумње да постоји велика жеља да се иста очува и ојача.

2. Предности и недостаци Европске монетарне уније

Стварање Европске монетарне уније је мотивисано бројним предностима који се се најпре могу испољити као економски, али нису занемарљиви ни ефекти који свој израз добијају у другачијој, некономској форми, као политички и психолошки. О политичкој унификацији Европе је већ било речи, а психолошке предности се могу огледати у повећаном самопоштовању, или наглашеном идентитету уколико заједничка валута оправда увођење и напуштање националних валута. Уколико се, пак, нова валута суочи са проблемима одржавања, изгуби кредибилитет и подстакне инфлаторна очекивања у унији, онда се не може рачунати на поменуте психолошке предности, али ни економске. Разлози оснивања Европске монетарне уније су своје

упориште нашли у већим очекиваним користима појединачно за сваку, али и за Унију, у односу на трошкове и губитке који настају одрицањем од сопствене монетарне политике и прихватањем заједничке, која ће се спроводити на њеном подручју. Основна корист коју земље имају од приступања монетарној унији је елиминисање трансакционих трошкова. Да је то у пракси заиста тако, потврдила је Европска комисија, која је проценила добитке од елиминисања трансакционих трошкова на 13-20 милијарди евра годишње, док су трошкови увођења износили 20 милијарди евра. Поред смањења трансакционих трошкова, користи се огледају у сфери финансијских услуга, односно њиховој хармонизацији. Пре формирања Европске монетарне уније, накнада банака за трансфер 100 евра у једној држави била је једнака накнади за трансфер 24 евра у другој. Постојале су, такође, велике варијације и унутар појединих држава. Трансфер из Француске ка Белгији коштао је 5,52 евра из једне банке, а 28,28 евра из друге. Најјефтинија трансакција коштала је 1,98 евра из Луксембурга ка Француској а највећа 46,76 евра из Италије ка Аустрији. Такође, трошкови трансфера у једном смеру, разликовали су се од трошкова у повратном смеру. Трансфер из Немачке ка Белгији износио је 16,04 евра, док је исти трансфер, између истих банака у истом дану, али из Белгије ка Немачкој, коштао 7,26 евра. Слично томе, трансфери из Италије ка Аустрији у просеку су износили 41% више него из Аустрије ка Италији, а трансфери из Ирске ка Финској коштали су 43% више него у обрнутом смеру. Упркос директиви 97/5, накнаде пријема су различито коришћене од државе до државе. Провизије за употребу платних картица у различитим државама, такође су се разликовале. Провизија за 100 евра варирала је од 1,74% у Ирској до 5,89% у Португалији. Просек је износио 3,84%. Провизије за 50 евра варирали су од 3,48 % у Ирској до чак 8,89%, у Италији, са просеком од 6,14%. Трошкови размене валуте у просеку су износили 3,3% за вредност од 100 евра, а за вредност од 50 евра, достигали су чак 7,07%.¹⁶⁸ За разлику од почетног стања банкарских накнада и трансфера, приликом оснивања Европске монетарне уније, развојем TARGET система за велика плаћања и његове ревизије у смислу TARGET2 система (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer) као и увођењем SEPE (Single Euro Payments Area) 2008. године, за плаћања малих вредности, грађани данас могу пребацити новац из једне државе у другу, са минималним трошковима. Међусобна плаћања и трансфери између привредних субјеката држава чланица обављају се брже, поузданије и јефтиније.

Приступање монетарној унији такође има утицај и на уклањање неизвесности промена девизног курса. Важност стабилног девизног курса је уско повезана са приходима појединаца и фирми, као и са смањењем неизвесности будућих цена роба и услуга. Нестабилно окружење је један од основних разлога нерационалне алокације производних ресурса, што доводи до неоптималне производње, инвестиција и потрошње. Наиме, привредни субјекти ће настојати да повуку свој капитал из земље у којој је главна карактеристика будућности неизвесност. Довољно је што никада не можемо бити сигурни шта доноси сутра, а још уколико се пословање одвија у условима великог ризика и неизвесности у погледу кретања девизног курса, од чега

¹⁶⁸ С. Фуртула (2011) Фискални критеријуми конвергенције као потенцијални катализатор неуспеха ЕМУ, Теме, Бр.1, стр. 214.

зависи вредност оствареног добитка или губитка фирме, јасно је да се то може одразити на повлачење капитала, смањење инвестиција, смањење потрошње и повлачење привреде у рецесију. Потпуно елиминисање неизвесности промене девизног курса настаје уласком земље у монетарну унију, али и самим чланством у Европској унији долази до његове стабилизације услед примене режима ЕРМ2.

Како долази до смањења трансакционих трошкова међу земљама које су чланице еврозоне, тако услед раста поверења у нову валуту, евро, долази и до повећане спољно-трговинске размене еврозоне и остатка света, што се позитивно одражава на њену спољно-трговинску позицију. Наредна табела садржи податке о учешћу трговинских партнера земаља које нису чланице Европске уније у извозу и увозу еврозоне, као и оних земаља које јесу чланице Европске уније, али су остале изван еврозоне. Подаци су дати у процентима и то као просечне вредности у по два посматрана четворогодишња периода. Приметно је повећање и увоза и извоза према земљама које нису чланице Европске уније, док је забележен блажи пад извоза и увоза са чланицама Европске уније. Земље које су обухваћене табелом представљају око три четвртине укупне трговине еврозоне.

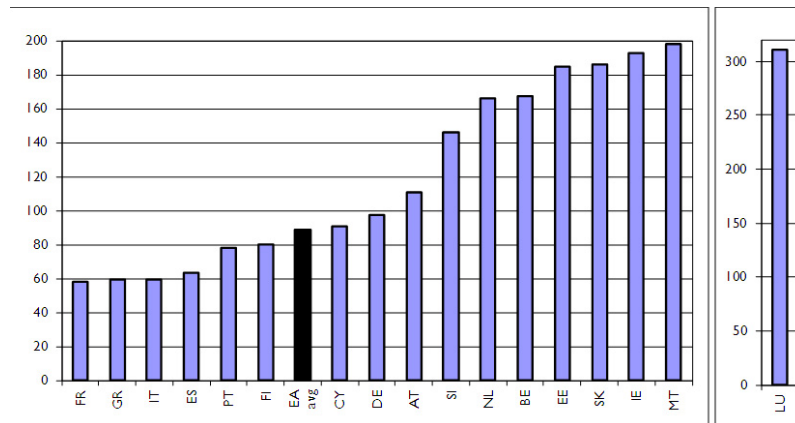
Табела 20: Удео извоза и увоза главних трговинских партнера еврозоне (у %)

	2003-2007		2008-2012	
	Извоз	Увоз	Извоз	Увоз
<i>Трговински партнери, земље које нису чланице ЕУ</i>	38,19	42,39	39,63	43,48
САД	14,80	9,90	11,84	8,48
Швајцарска	5,76	4,79	6,05	4,67
Кина	3,68	9,58	5,78	12,32
Русија	3,65	6,24	4,50	7,47
Турска	2,73	2,09	3,01	1,99
Јапан	2,69	4,57	2,26	3,21
Индија	1,22	1,14	1,67	1,53
Бразил	1,09	1,66	1,61	1,79
Уједињени Арапски Емирати	1,26	0,34	1,46	0,32
Јужна Кореја	1,31	2,08	1,45	1,70
<i>Чланице Европске уније</i>	35,19	28,94	32,17	27,15
Велика Британија	16,88	12,70	13,01	9,75
Пољска	4,04	3,03	5,15	3,94
Чешка	3,23	3,20	3,66	4,13
Шведска	3,75	3,65	3,37	3,06
Мађарска	2,45	2,40	2,25	2,34
Данска	2,34	2,20	2,01	1,83
Румунија	1,39	1,01	1,55	1,14
Бугарска	0,49	0,39	0,56	0,45
Литванија	0,36	0,23	0,36	0,33
Летонија	0,26	0,14	0,25	0,18

Извор: Euroopan Central Bank, External Trade, <http://www.ecb.int/mopo/eaec/trade/html/index.en.html>, Accessed 20 September 2013.

На следећом графикону је предстаљен степен економске отворености земаља унутар еврозоне. У зависности од главних трговинских партнера, као и праваца трговинских токова, већи удео спољне трговине у друштвеном производу утиче на повећање потенцијала раста унутар еврозоне, уколико инострана тражња расте брже од домаће. Међутим, то истовремено значи и повећану изложеност земље негативним екстерним шокovima преко трговинских канала.

График 24: Ниво отворености (обим трговине) земаља еврозоне у 2012. (извоз плус увоз, као проценат БДП)



Извор: European Central Bank, Economic Diversity, <http://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/diversity/html/index.en.html>, Accessed 20 September, 2013.

Европска монетарна унија и евро показују знатно већу моћ и учешће у међународним трансакцијама, него што може имати било која појединачна валута земаља које су постале њене чланице. Формирање ЕМУ је умногоме смањило доминантан утицај америчког долара у међународним трансакцијама, како показују подаци у следећој табели.

Табела 21: Валуте у међународним трансакцијама (дневни процеси спот, форвард и своп трансакција)

Валута	У милионима долара	У %
Амерички долар (USD)	4.652,192	43,52
Евро (EUR)	1.785,720	16,71
Јапански јен (JPY)	1.231,249	11,52
Британска фунта (GBP)	631.173	5,90
Аустралијски долар (AUD)	461.689	4,32
Швајцарски франак (CHF)	275.472	2,58
Канадски долар (CAD)	244.089	2,28
Мексички пезос (MXN)	135.280	1,27
Кинески јуан (CNY)	119.563	1,12
Остале валуте	1.152,670	10,78

Извор: Bank for International Settlements (2013) Triennial Central Bank Survey, Global foreign exchange market turnover in 2013.

Формирање еврозоне подразумева и заједничку политику девизног курса свих земаља чланица према остатку света, која је извор асиметричних шокова са становишта различитог обима трговине појединих земаља са земљама које се налазе изван еврозоне. Уколико је вредност евра нестабилна према осталим валутама, то се не може посматрати као недостатак Европске монетарне уније. Тако, депресијација евра према долару и британској фунти током 1999-2001. године је била неважна за оне земље које су највећи део трговине обављале са осталим чланицама еврозоне, али је представљало значајан шок за све оне земље које су имале веће учешће у светској трговини. Тако су земље које су више оријентисане на стране трговинске партнере (изван еврозоне) знатно осетљивије на мере Европске централне банке, обзиром да смањење каматне стопе у условима депресијације има много веће ефекте на ове земље. Раст вредности евра према долару који је уследио у наредном периоду (2002-2004) је имао супротне ефекте. Упркос експанзији домаће тражње у Ирској, инфлација је значајно смањења захваљујући апресијацији евра.

Примарни циљ монетарне политике еврозоне је стабилност цена. Следећа табела показује инфлаторна одступања у земљама еврозоне у почетном периоду употребе евра (1999-2004) и степен погођености обима трговине са земљама ван еврозоне. У првој колони су представљене укупне промене, друга колона садржи промене у обиму трговине сваке земље унутар еврозоне и трећа колона показује промене у обиму трговине са земљама ван еврозоне. Промене су пондерисане променама реалног девизног курса у посматраном периоду.

Табела 22: Развој конкурентности националних валута у периоду од 1999-2004. године (мерено променама релативног нивоа цена)

Земља	Укупно	Унутар еврозоне	Ван еврозоне
Немачка	-1,3	-4,9	3,3
Италија	5,6	2,5	11,1
Француска	2,2	-1,7	8,7
Белгија	2,7	-1,1	9,4
Холандија	8,6	4,6	14,6
Шпанија	9,9	6,7	17,7
Аустрија	-0,8	-0,6	2,9
Португалија	7,2	4,5	16,8
Ирска	16,9	10,8	21,1
Финска	-0,6	-2,1	2,3
Грчка	4,4	2,9	7,9
Луксембург	7,2	4,5	15,9

Извор: Lane P. (2006) The Real Effect of European Monetary Union, Journal of Economic Perspectives, 20 (4) p. 51.

Не могу се само промене релативног нивоа цена узети као параметри промене конкурентности појединих земаља еврозоне. И промене девизног курса евра, о којима је било речи, значајно мењају конкурентску позицију земаља и тим променама нису подједнако подложне све земље чланице. И на крају, промене реалног девизног курса могу изазвати и разлике у висини плата међу земљама чланицама, што ствара додатни проблем њиховог прилагођавања, јер не постоји могућност коришћења девизног курса као инструмента унутар еврозоне.

Разлика у нивоима економске развијености и фазама привредних циклуса се наводи као главни недостатак Европске монетарне уније. Тешко је постићи најбоље резултате у тако различитим земљама једнообразном монетарном полтиком каква се спроводи на подручју еврозоне. Уколико су каматне стопе ниже, то не може одговарати свим земљама чланицама. За оне земље које се налазе у експанзији и самим тим већ трпе инфлаторни притисак, ниже каматне стопе ће довести до његовог додатног појачавања. На другој страни, више каматне стопе никако не могу одговарати привредама у стагнацији, којима је потребна додатна привредна активност, која се може стимулисати нижим, а не високим каматним стопама. Ипак, овај недостатак, као што је већ објашњено у делу који говори о стабилизационом ефекту евра, је прецењен, јер самостална монетарна политика посматраним земљама није донела веће користи од примене заједничке монетарне политике еврозоне. Заједничка монетарна политика показује велику ригидност, тако да ју је немогуће прилагодити различитим привредама и обезбедити истовремено остварење унутрашње и спољашње равнотеже. Поред указаних недостатака, непостојање фискалне унификације на подручју Уније додатно отежава и умањује ефекте монетарне политике. На тај начин је примена мера јединствене монетарне политике, колико год да се оне различито ефектуирају у појединим земљама, подложна променама услед неуједначене фискалне политике.

Управо ова фискална недисциплина и анализа Европске монетарне уније са становишта теорије оптималног валутног подручја, указују на још један њен недостатак. Наиме, анализе показују да критеријуми оптималности нису били у потпуности примењени чак ни приликом њеног формирања. Frankel¹⁶⁹ оцењује да критеријуми конвергенције из Мастрихтског уговора не одговарају идеално традиционалним критеријумима оптималног валутног подручја, јер игноришу врло важне услове, као што су спољно-трговинска интегрисаност, синхронизација привредних циклуса, мобилност радне снаге и заједнички механизми фискалног прилагођавања. И анализе других аутора, попут Derose and Baras-a¹⁷⁰, показују да критеријуми оптималности нису били у потпуности испуњени приликом формирања Европске монетарне уније. Наиме, први критеријум, који се односи на то да земље које

¹⁶⁹ Frankel J. (2005) Real convergence and euro adaption in Central and Eastern Europe: Trade and business cycle correlations as endogenous criteria for joining the EMU, in Schadler Susan (ed.) Euro adaption in Central and Eastern Europe: Opportunities and challenges, IMF, pp. 9–22.

¹⁷⁰ Derose, Sarvaas and John Baras (2005) The Maastricht criteria on price and exchange rate stability and ERM II, in Schadler Susan (ed.) Euro adaption in Central and Eastern Europe: Opportunities and challenges, IMF, pp. 128–141.

формирају монетарну унију не би требало да буду погођене превише асиметричним шоковима, јер се у супротном она не може означити као оптимално подручје, није задовољен на примеру Европске монетарне уније. На пример, ако једна земља Уније извози углавном пољопривредне производе, док остале извозе индустријску робу, и уколико у свим земљама наступи суша, то ће изазвати негативне последице само на земљу извозницу пољопривредних добара. Међутим, обзиром да све земље имају заједничку валуту, смањење извоза земље ће утицати на смањење понуде новца, а то ће резултирати смањењем привредне активности. Имајући у виду садашње, као и потенцијалне чланице Европске монетарне уније, симетричност екстерних шокова никако не може бити оправдана претпоставка. Немачка и Финска остварују значајну размену са земљама Источне Европе, док је Ирска економски више повезана са Великом Британијом.

Степен мобилности радне снаге и флексибилност надница као други критеријум теорије оптималног валутног подручја, такође није у потпуности задовољен. Мобилност радне снаге је посебно отежана, не само дејством економских фактора, већ и језичким баријерама, разликама у култури и менталитету, што посебно добија на значају укључивањем нових земаља чланица. Централизована фискална политика која би омогућила прерасподелу средстава међу земљама, допринела би смањењу негативних утицаја реалног шока. Али, Европска монетарна унија не почива на фискалном јединству, а постојећи оквир за фискално прилагођавање се показао неефикасним у улози механизма од кога се очекивало да примора државе чланице да примене очајнички потребне фискалне корекције.¹⁷¹ Наиме, Пакт за стабилност и раст, који је већ био постављен као процедура за фискалне корекције од којих се нису могли очекивати убедљиви резултати, касније је додатно модификован у правцу фаталног формалног обеснажења управо оних одредби од којих се очекивало да обезбеде ургентност и механичку природу примене.¹⁷² И свакако велики недостатак монетарних унија, па самим тим и Европске монетарне уније, је губитак монетарног суверенитета њених чланица. Ово је велики недостатак за све оне земље које су имале стабилне и јаке валуте, као и кредибилну монетарну власт. Насупрот томе, земље које су се суочавале са обезвређење националних валута, неефикасном монетарном политиком, привредном стагнацијом и високом инфлацијом, на укудање монетарне суверености могу да посматрају само као на предност.

Представљене дестабилизујуће карактеристике Европске монетарне уније свакако не значе да формирана унија доводи до смањења макроекономске стабилности њених чланица. Чак супротно, Европска централна банка доста успешно, уз мање осцилације, успева да одржи ниво инфлације у планираним оквирима, што је предуслов макроекономске стабилности.

¹⁷¹ Marinković S. and Šabotić Z. (2012) Optimum currency area: Lessons learnt from recent experience, *Facta Universitatis: Economics and Organization*, 9 (4) pp. 457–466.

¹⁷² Buiters, H. Willem (2006) The 'sense and nonsense of Maastricht' revisited: What have we learnt about stabilization in EMU?, *Journal of Common Market Studies*, 44 (4) pp. 687–710.

3. Институционални приступ Европској унији – конкретни кораци на националном нивоу

Уговором о Европској унији је прописано да не постоји ограничење у погледу броја њених чланица, односно да свака европска земља која сматра да ће јој чланство у Европској унији донети више користи него самостално деловање, уколико поштује демократске принципе Европске уније и тежи њиховом даљем унапређењу заједно са свим осталим чланицама, може поднети захтев за чланство. Након опсежне анализе свих предности и недостатака чланства у Европској унији, земљу очекује читав низ корака, односно фаза кроз које мора проћи и који захтевају ангажовање свих расположивих ресурса, како капиталних, тако и можда важнијих, интелектуалних. Свака наредна фаза кроз коју земља на свом путу европских интеграција пролази, је захтевнија и сложенија. За земље западног Балкана је тај пут још и дужи. Оне пролазе кроз две фазе: фазу придруживања и фазу приступања. За разлику од пуног чланства, фаза придруживања не садржи два елемента: један субјективни (недостаје воља уговорних страна да заснују однос припадности Унији) и један објективни (придružена држава не учествује у формирању воље Уније). Споразумом о стабилизацији и придруживању се не заснива однос припадности Унији, већ он представља уговорну сарадњу са нечланицама, за разлику од Споразума о приступању, којим један нечлан улази у круг држава чланица са једнаким правима и обавезама. Сам поступак пријема нове државе је веома сложен. Савету Европске уније земља која жели да постане њен члан (члан Европске уније) подноси захтев за чланство, након чега Европска комисија спроводи детаљну анализу спремности и компетитивности за испуњење услова, тј. дефинисаних критеријума, и то како оних прецизираних у Копенхагену, тако и критеријума из Мастрихта. Највећи део критеријума је дефинисан на састанку Европског савета у Копенхагену 1993. године, па су ови критеријуми познати као критеријуми из Копенхагена. У складу са тим критеријумима, потенцијална чланица мора имати стабилне институције које гарантују демократију, владавину права, људска права и поштовање и заштиту мањинских права, затим функционалну, тржишно оријентисану привреду која је спремна да се суочи са притисцима у Европској унији, као и способност да преузме и успешно испуни све обавезе које произилазе из чланства, уз поштовање циљева економске, политичке и монетарне уније. Критеријуми из Мастрихта обухватају испуњење квантитативно дефинисаних економских критеријума.

Након спроведене анализе, Комисија доноси позитивну оцену, уколико закључи да је спремност и способност земље за чланство на задовољавајућем нивоу. Следећа фаза је усвајање Претприступне стратегије, са основним циљем припреме земље за пуноправно чланство у Европској унији. Она се састоји од сета инструмената, међу којима је Споразум о придруживању, фондови претприступне помоћи праћени програмима техничке помоћи, извештаји о току и динамици промена и процеса усклађивања. Важност Претприступног економског програма се огледа у промоцији конзистентне економске, фискалне и структурне политике у средњем и дугом року.

Програм садржи макроекономски сценарио, оквир фискалне политике, као и агенду структурних реформи. Превасходно служи јачању способности економског планирања у земљи у циљу достизања критеријума из Копенхагена, односно успостављању ефикасне тржишне привреде и повећању конкурентности земље.¹⁷³ ECOFIN (Economic and Financial Affairs Council) Савет, којег чине министри економије и финансија земаља чланица, као и министри пореске политике када се расправља о питањима буџета, је 26. и 27. новембра 2000. године покренуо тзв. Претприступни процес фискалног надзора¹⁷⁴, са циљем припреме земље за учешће у мултилатералном надзору и процедурама координације економске политике у оквиру Економске монетарне уније. Земље кандидати подносе извештај Европској комисији, који се потом разматра од стране Економског и финансисјког одбора, у сарадњи са Монетарним фондом и представницима националних централних банака земље кандидата. Процес се завршава разговором на крају године између ECOFIN савета и кандидата. Статистичка служба Европске уније (Eurostat) и Европска централна банка представљају заједнички извештај, тзв. Акциони план економске, монетарне и финансијске статистике. Такође, Европска централна банка саставља посебне белешке за монетарну политику и политику девизног курса, као и извештај о финансијској стабилности. Националне централне банке може испунити веома користан задатак, представљајући реалне инпуте за Претприступни извештај, односно информације о оквиру макроекономске политике, монетарне и политике девизног курса, подручја структурних реформи, као што су финансијски сектор и статистика. Платформа координације националне политике са полтиком Европске уније је обично заједнички оквир за политички дијалог и институционалну координацију унутар земље. То је један сегмент дубоког процеса институционалних реформи подстакнутих на нивоу државних институција. Ова платформа се може искористити као главни додатак Комисији у приступним преговорима. У складу са досадашњим искуствима, ова платформа може да се разликује од земље до земље у вези са мандатом, величином, руководством, саставом и оперативним процедурама. Платформе немају утицаја на независност, формалну одговорност националних централних банака и њен положај у односи на владу/или неку другу политичку институцију (попут парламента).¹⁷⁵

Националне централне банке могу бити укључене у пројекте техничке помоћи. Буџетом у периоду од 2007-2013. године, Европска унија је обезбедила техничку помоћ у процесу реформи, као што је борба против корупције, развој јавног и приватног сектора, као и за развој социјалне помоћи у облику 11,5 милијарди евра за претприступну помоћ¹⁷⁶ (Инструменти претприступне помоћи, Instrument for Pre-Accession Assistance-IPA). У извештају Европске комисије се наводи да се техничка помоћ за приступање у области економског планирања, институција и изградње

¹⁷³ European Commission (2011) Annual Report on Financial Assistance for Enlargement, EC, p. 9.

¹⁷⁴ European Commission (2006) European Economy, Directorate-general for Economic and Financial Affairs, Enlargement Papers, p. 5.

¹⁷⁵ Ministry of Foreign Affairs Republic of Poland (2012) Report Polish Presidency of the Council of the European Union, Final Report preparations, achievements, conclusions, Warsaw.

¹⁷⁶ Европски покрет у Србији (2011) Инструменти за претприступну помоћ Европске уније, Београд, стр. 33.

капацитета и њене имплементације показала веома успешном. На тај начин се промовише кооперација и боља пракса међу земљама чланицама и земљама кандидатима. Пројекти техничке подршке Европске уније су успешно спровођени у последњих пет година у неким од земаља западног Балкана (Србији, Црној Гори, Босни и Херцеговини, Македонији) и покривали су области статистике, европских интеграција, финансијске стабилности, надзора и економије. Препорука националним централним банкама је коришћење средстава која су им на располагању у оквиру буџета Европске уније (као и ММФ) да би наставиле са процесом изградње професионалних и кредибилних институција. За земље које су успешно окончале претприступну фазу, званични билатерални контакти са Европском централном банком су отпочели тек након затварања приступних преговора. Они су попримили облик годишњих састанака, на којима Европска централна банка износи процену монетарне политике и политике девизних курсева. Тај институционални дијалог је базиран на питањима и одговорима о макроекономском развоју и управљачкој структури централне банке. За приступање националних централних банака, Европска централна банка саставља Мастер план за проширење Европске уније, са циљем њихове припреме за учешће у Европском систему централних банака. Приступање националне централне банке захтева заједнички рад ових двеју институција у оквиру Система на имплементацији активности Мастер плана, у области монетарне политике и њених инструмената, управљање имовином, статистике, рачуноводства, платног система, увода у управљање у оквиру Система.

Након отварања преговора о уласку земље у Европску унију, следи аналитичко и систематско усклађивање важећег националног законодавства са правним тековинама Европске уније (тзв. *Acquis communautaire*).¹⁷⁷ Заправо, да би Европска комисија могла усвојити мишљење, она мора имати адекватну представу достигнутог нивоа усклађености националног са европским законодавством у свих 35 области. У том циљу, Европска комисија припрема Упитник који се прослеђује земљама које су поднеле захтев за чланство. *Acquis communautaire* су правне тековине Европске уније, односно комунитарно право. Садрже права и обавезе земаља чланица Европске уније, а обухватају садржај, начела и политичке циљеве Оснивачких уговора, законодавство усвојено применом Оснивачких уговора и пресуде Европског суда правде, затим декларације и резолуције које је усвојила Европска унија, мере које се односе на заједничку спољну и безбедносну политику, мере које се односе на правосуђе и унутрашње послове, међународне уговоре које је закључила Европска унија, као и уговоре између земаља чланица на подручју деловања ЕУ (конвенције). *Acquis communautaire* или само *Acquis* заправо обухвата целокупно важеће законодавство Европске уније, и то од периода њеног оснивања, тј. почев од Париског и Римског уговора, па све до Лисабонских уговора, као и Уговора о функционисању Европске уније, актуелних закона, регулација и директива и важећих одлука Европског суда правде. Он садржи следеће:

¹⁷⁷ Miller V. (2011) The EU's Acquis Communautaire, International Affairs and Defence Section.

- Примарно законодавство:
 - o Уговоре,
 - o Општа правна начела,
- Законе усвојене током примене уговора и судску праксу Суда правде,
- Међународне споразуме Европске уније,
- Секундарно законодавство:
 - o Уредбе,
 - o Директиве и препоруке,
 - o Опште и индивидуалне одлуке,
- Општа начела управног права,
- Конвенције између земаља чланица.

Земље које желе да постану чланице Европске уније морају у потпуности прихватити правне тековине Уније, пре него што им буде омогућено да приступе Унији. То подразумева хармонијацију националног законодавства, односно укључивање права Европске уније у национално законодавство, као и његово спровођење од тренутка приступања. Правила усаглашавања су подељена у 35 различитих области права Европске уније, која су опште позната као поглавља, а то су: Слободно кретање добара; Слободно кретање људи; Слободно пружање услуга; Слободно кретање капитала; Јавне набавке; Законодавство о компанијама; Право интелектуалне својине; Политика конкуренције; Финансијске услуге; Информационо друштво и медији; Пољопривреда и рурални развој; Безбедност хране, ветеринарска и фитосанитарна политика; Риболов; Транспортна политика; Енергетика; Опорезивање; Економска и монетарна политика; Статистика; Социјална политика и запошљавање; Индустијска политика; Трансевропске мреже; Регионална политика и координација; Правосуђе и основна људска права; Правда, слобода и безбедност; Наука и истраживање; образовање и култура; Заштита животне средине; Заштита здравља и права потрошача; Царинска унија; Спољни односи; Спољна и безбедносна политика Европске уније; Финансијска контрола; Финансијске и буџетске одредбе; Установе; Остало. Да би дошло до тзв. отварања свих поглавља, Европска комисија претходно мора дати позитиван извештај о усклађеном законодавству, након чега следи процес преговарања о приступању Европској унији. Када се испуне захтевани услови, долази до привременог затварања поглавља. Када се заврше преговори о свим поглављима правних тековина Европске уније, следи потписивање Споразума о приступању Европској унији, а његова коначна ратификација доводи до пуноправног чланства у Европској унији. Србија је 29. априла 2008. године потписала Споразум о стабилизацији и придруживању. Захтев за чланство у Европској унији је поднет 22. децембра 2009. године, а Европска комисија је скоро годину дана након подношења захтева, у октобру 2010. године, донела одлуку да се захтев проследи институцијама Европске уније. Комесар за проширење Европске уније је новембра 2010. године проследио Србији Упитник Европске комисије, са питањима из свих 35 области, да би 1. марта 2012. године Србија постала кандидат за чланство у Европској унији, а 21. јануара 2014. су у Бриселу званично започети преговори о приступању Србије Европској унији.

4. Правила конвергенције - критеријуми из Маастрихта

Пут европских интеграција је, како је приказано, веома сложен. Бројни изазови стоје пред потенцијалним кандидатима, али ништа мање не представљају изазов и за Европску унију. Успех у обављању свих прецизно дефинисаних фаза од стране сваке будуће чланице је заједнички, и подједнако се одражава на положај земље, али и на положај саме Уније. Није изненађујуће што је Европска унија увела додатне критеријуме за земље западног Балкана, услед негативних последица које садашње чланице могу имати, а које су условљене неусаглашеним политикама, законодавствима, правилима. Примери прихватања земаља који нису испунили захтеване критеријуме, а потом постале жариште проблема у Унији, су довољан разлог додатне опрезности.

Правила конвергенције подразумевају неопходност испуњења две групе услова земаља које желе да постану чланице Европске уније. Прва група услова се односи на законску конвергенцију, која подразумева прилагођавање и промене законске регулативе потенцијалних чланица, како би била усклађена са одредбама монетарне уније. Друга група услова који треба да буду испуњени обухвата одабране економске критеријуме и циљне економске индикаторе које будуће чланице треба да достигну пре приступања Унији. Ти економски критеријуми дефинисани уговором из Маастрихта 1992. године, познати као критеријуми конвергенције или маастрихтски критеријуми, који „морају“ бити испуњени су¹⁷⁸:

- Стопа инфлације, мерена индексом потрошачких цена, у земљи која приступа монетарној унији не сме бити већа од 1,5 п.п. у односу на просек стопа инфлације у три земље Европске уније са најнижом стопом инфлације,
- Буџетски дефицит не сме да прелази 3% бруто друштвеног производа дате земље,
- Јавни дуг не сме бити већи од 60% бруто друштвеног производа дате земље,
- Граница одступања валута од $\pm 15\%$, предвиђена ЕРМ 2 (Exchange rate mechanism) током две године пре увођења трећег степена Европске монетарне уније, без девалвације своје валуте у односу на друге валуте земаља Европске уније,
- Дугорочне номиналне каматне стопе током године не смеју да одступају више од 2 п.п. у односу на каматне стопе у три земље Европске уније са најнижим каматним стопама.

Званично, земље еврозоне морају да се придржавају свих наведених пет критеријума, док се осталим чланицама Европске уније препоручује да их се придржавају, тј. да у дужем временском периоду не буде значајнијих одступања од прецизираних износа.

¹⁷⁸ The Maastricht Treaty (1992) Provisions Amending the Treaty Establishing the European Economic Community with a View to Establishing the European Community, <http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>.

Једини изузетак је правило које захтева ограничење буџетског дефицита на максималних 3% бруто домаћег производа, кога се морају придржавати све земље, дакле и оне које су изван еврозоне. Разлика у погледу неиспуњења овог правила је што земље које су изван еврозоне не могу бити кажњене. Чланице еврозоне, у случају прекорачења датог правила, осим финансијских казни које морају платити, не могу да добијају средства из Кохезивног фонда Европске уније, али тек након потврде Савета министара да је до прекршаја овог правила заиста и дошло. Ова правила важе, али са још једним изузетком, а то је Велика Британија, којој је на основу посебног споразума склопљеног са Европском унијом, предложено да настоји да избегне претерани буџетски дефицит.

Када се анализира природа датих критеријума, може се уочити да су три монетарна (стопа инфлације, каматна стопа и граница дозвољене флукуације валута) а остала два су фискалног карактера. Преко тих критеријума се вероватно настојало превазилажење непостојања фискалне уније и неуспешни покушаји хармонизације пореске политике. Наравно, међусобна условљеност свих пет правила је велика и несумњива, а дејство једног фактора, уколико је у супротности са дејством другог, веома тешко може дати очекиване резултате. Одакле је уопште потекла идеја за одабиром управо ових параметара и дозвољених граница и флукуација? Монетарна ситуација у Немачкој је служила као оријентир, уз предлог да нова валута буде стабилна управо као немачка марка. Нису се могли узети најстрожији критеријуми, обзиром да би веома мали број земаља могао да их задовољи, а није имало смисла уводити заједничку валуту за мали број земаља (сматрало се да за мање од 7 земаља нема смисла уводити заједничку валуту). Ниво инфлације дефинисан као 1,5 п.п. у односу на три земље са најнижом стопом инфлације у Европској унији је резултат компромисног решења инфлаторних валута. Међутим, овако дефинисано правило узазива бројне дискусије. Прво, узима се у обзир просек земаља Уније, а не земаља које су чланице еврозоне, а као друго, какав ефекат испуњење овог правила може да има када те три земље са најнижом стопом инфлације буду три најмање земље. То би значило да би све остале земље искочиле из граница предвиђеног правила, без обзира колико су настојале да се у имплементацији монетарне политике истог и придржавају. Према Европској централној банци, питање стабилности цена, као првог критеријума конвергенције, је дефинисано самим Уговором, Чланом 140 у коме се захтева следеће: „достизање високог нивоа стабилности цена – ово се може остварити одржавањем нивоа инфлације близу нивоа инфлације у три земље чланице Европске уније, са најбољим резултатима у погледу стабилности цена“¹⁷⁹. Што се тиче конкретне примене одредби, стопа инфлације се рачуна узимајући у обзир промене у последњих 12 месеци просечног хармонизованог индекса потрошачких цена (Harmonized Index of Consumer Prices (HICP)) у односу на претходни годишњи просек. Део који се односи на три земље са најбољим перформансама у погледу стабилности цена, који се користи као референтна вредност, се добија коришћењем непондерисаних просечних вредности инфлације за три земље

¹⁷⁹ European union (2012) Consolidates Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, Official Journal of the European Union, 55 (326) pp. 108-109.

са најнижим стопама инфлације, осим уколико не постоје аутлајери. Кретање цена у земљи може бити одређено као аутлајер, уколико је та стопа инфлације значајно нижа од оне у другим државама чланицама услед акумулације фактора специфичних за земљу.

Што се другог правила тиче, буџетског дефицита, ниво од 3% бруто друштвеног производа дате земље је такође резултат компромисног решења, јер је граница могла бити нижа, обзиром да „озбиљне“ државе сматрају дефицит од 3% високим, а 5% опасним и дестабилизујућим.¹⁸⁰ Поштовање ове границе је нужно у периодима стагнације и рецесије привреде, док би у периодима просперитета земље требало да имају буџетски суфицит. Трећи критеријум који се односи на висину јавног дуга је такође дефинисан у складу са стањем у земљама ЕУ 15, од којих је већина била високо задужена, па се с правом није могло очекивати да ће тај ниво задужености аутоматски бити смањен. За оба фискална критеријума је веома битно да, уколико нису испуњени, имају тенденцију смањења и приближавања референтним вредностима. Извештај који припрема Европска комисија треба да узме у обзир и да ли буџетски дефицит превазилази инвестиционе трошкове владе, као и све остале релевантне факторе, укључујући средњорочну економску и буџетску позицију земље чланице. Комисија може да припреми извештај, без обзира на испуњење захтеваног критеријума, уколико сматра да постоји ризик од прекомерног дефицита у држави чланици. Економски и финансијски комитет саставља мишљење на основу тог извештаја. И у коначном, Савет Европске уније на основу препоруке од стране Комисије и након разматрања свих примедби које држава чланица има, може одлучити, након опште процене и квалификованом већином, искључујући државу чланицу на коју се односи, да ли у њој постоји прекомерни дефицит.

Критеријум о учешћу у механизму девизних курсева Европског монетарног система из Члана 140 Уговора, подразумева поштовање нормалних граница флукуације предвиђених механизмом девизних курсева Европског монетарног система без озбиљних притисака најмање две године пре испитивања. Односно, држава чланица не може да девалвира своју валуту према еврџу на сопствену иницијативу за исти период. Уговором је дефинисан критеријум учешћа у ЕRM II механизму (који је заменио ЕRM механизам јануара 1999. године). Као прво, Европска централна банка процењује да ли је земља учесница ЕRM II механизма најмање две године пре самог прегледа. Друго, сам преглед кретања девизног курса према еврџу се фокусира на то да девизни курс буде близу централног курса у механизму девизних курсева (ЕRM II) а такође узима у обзир дејство фактора који су можда довели до ап्रेसијације, што је у сагласности са приступом који је постојао у прошлости. У том смислу, ширина граница флукуације унутар ЕRM II механизма не угрожава испитивање испуњености критеријума стабилности девизног курса. Треће, одсуство „озбиљних притисака“ се углавном бави испитивањем у којој мери и колико девизни курс одступа од централног курса према еврџу у ЕRM II механизму. То се врши помоћу индикатора, као што је волатилност

¹⁸⁰ Прокопијевић М. (2007) Европска монетарна унија, Београд, стр. 70.

девизног курса према еврџ, разлике краткорочних каматних стопа према еврозони и њихово кретање, и узимањем у обзир активности интервенција на девизном тржишту и међународних финансијских програма у циљу стабилизације валуте, и њеног одржавања у датим оквирима.

Четврта одредба Члана 140. Уговора захтева постојаност достигнуте конвергенције земље чланице са одступањем и њеним учешћем у механизму девизних курса, који се рефлектује на ниво дугорочних каматних стопа. Критеријум конвергенције каматних стопа подразумева да, у периоду од годину дана пре прегледа, држава чланица је имала просечну номиналну дугорочну каматну стопу која није прелазила више од 2 п. п. у односу на три земље чланице са најбољим резултатима у погледу стабилности цена. Каматна стопа се мери на основу дугорочних државних обвезница или упоредивих хартија од вредности, при чему се узимају у обзир разлике у националним дефиницијам. Што се тиче просечне номиналне дугорочне каматне стопе за период од годину дана пре прегледа, дугорочна каматна стопа се рачуна као аритметичка средина за последњих 12 месеци за који су доступни НИСР подаци. А што се тиче три земље са најбољим перформансама у погледу ценовне стабилности, користи се непондерисани просек дугорочних каматних стопа за те три земље чланице, које су коришћене у калкулацији референтне вредности за ценовну стабилност. Каматне стопе се мере на основу хармонизованих дугорочних каматних стопа, које су развијене у циљу процене нивоа конвергенције. Оно што се као посебно питање намеће је оправданост коришћења номиналне а не реалне каматне стопе, чиме је још једном потврђена природа монетарних интеграција у Европи, а то је политичка мотивисаност која има примат у односу на економску. У таквој ситуацији не чуди што, са становишта економске оправданости одабраних критеријума, има пуно простора за њихово другачије дефинисање.

Табела 23: Еволуција испуњености критеријума конвергенције

	Инфлација у процентима (просек)	Дугорочна каматна стопа (просек)	Буџетски дефицит као процент БДП				Висина јавног дуга као проценат БДП					Без девалвације валуте
			1997	1996	1995	1994	1997	1996	1995	1994	1993	
Референтна вредност	2,7	7,8	3				60					
ЕМУ 15	1,6	6,1	2,4	4,3	5,1	5,4	72,1	73	71	67,9	66	
Земља			1997	1996	1995	1994	1997	1996	1995	1994	1993	
Белгија	1,4	5,7	2,1	3,2	3,9	4,5	122,22	126,9	131,2	133,5	135,1	
Данска	1,9	6,2	-0,7	0,8	2,4	2,6	65,1	71,6	73,8	78,4	82,1	
Немачка	1,4	5,6	2,7	3,4	3,3	2,4	61,3	60,7	58,0	50,2	48,0	
Грчка	5,2	9,8	4,0	7,6	9,8	10,3	108,7	112,6	111,3	109,6	111,6	>ЕРМ, 16.3.98.
Шпанија	1,8	6,3	2,6	4,7	7,3	6,3	68,8	70,1	65,3	62,5	60,0	+
Француска	1,2	5,5	3,0	4,1	5,0	5,7	58,0	55,7	52,5	48,2	45,3	+
Ирска	1,2	6,2	-0,9	0,4	2,1	1,7	66,3	72,7	82,2	89,1	96,3	+
Италија	1,8	6,7	2,7	6,8	8,0	9,3	121,6	123,8	124,4	124,9	119,1	>ЕРМ, 25.11.96.
Луксембург	1,4	5,6	-1,7	-2,6	-2,0	-2,6	6,7	6,6	5,9	5,7	6,1	+

Холандија	1,8	5,5	1,4	2,3	4,0	3,8	72,1	77,2	79,1	77,9	81,2	+
Аустрија	1,1	5,6	2,5	3,8	5,0	4,8	66,1	69,5	69,3	65,4	62,7	+
Португалија	1,8	6,2	2,5	3,2	5,8	6,0	62,0	65,6	66,5	63,8	63,1	+
Финска	1,3	5,9	0,9	3,1	5,0	6,1	55,8	58,0	58,1	59,6	58,0	>ЕРМ, 14.10.96.
Шведска	1,9	6,5	0,8	3,7	7,1	10,3	76,6	77,8	78,2	79,3	76,0	-
Велика Британија	1,8	7,0	1,8	4,9	5,5	6,8	53,4	54,4	53,8	50,4	48,5	-

Извор: European Commission, 3.5.1998.

Колико су критеријуми конвергенције били реално дефинисани и остварљиви за земље које су тежиле формирању Европске монетарне уније показаће следећа анализа. Европској монетарној унији су приступиле и оне земље које нису испуњавале наведене критеријуме. У табели су приказани неки подаци за период од 1993-1996. године, иако те године нису меродавне за испуњеност критеријума конвергенције, али могу да послуже увиђању континуитета у њиховом достизању, односно настојања да се у последњем тренутку досегну. Земље ЕУ15 су од укупно 60 критеријума 1996. године испуњавале 30, у 1997. години 46, а у 1998. години 50 критеријума. Ипак, услов формирања монетарне уније на подручју Европе је било приступање најмање 7 земаља, а Европска комисија је 25. марта 1998. године објавила да ће Европску монетарну унију формирати 11 земаља, што се на крају испоставило тачним. Четири земље су остале изван Европске монетарне уније, а то су биле Велика Британија, Данска, Грчка и Шведска. Неке од ових земаља су остале изван монетарне уније иако су испуњавале критеријуме (Велика Британија), а неке услед неиспуњења дефинисаних критеријума (Грчка). Грчка је постала дванаеста чланица Европске монетарне уније 2001. године, док је статус преостале три земље различит. Велика Британија и Данска имају формалну одлуку Европског савета да могу заувек остати изван еврозоне. Питање Шведске и њеног приступања монетарној унији је отворено, односно неопходно је да испуњењем услова оствари ту могућност. Међутим, будући да Шведска до данас није приступила Европској монетарној унији је чини ближом положају Британије и Данске, него нових потенцијалних чланица. Иако су критеријуми конвергенције били врло прецизни, неке земље су ушле у монетарну унију иако их нису испуњавале све. Само је Луксембург у целом посматраном периоду испуњавао све критеријуме, док је неколико земаља било близу њиховог испуњења (попут Белгије, Немачке, Француске, Ирске, Холандије, Аустрије, Британије). Подаци у табели показују да су дефицит и јавни дуг (осим у Француској, Луксембургу и Немачкој где су били у благом порасту) опадао у посматраном периоду, као и стопе инфлације и висина каматних стопа. Према извештајима Европске комисије, у Финској, Холандији, Луксембургу, Немачкој и Шведској је стопа инфлације расла, али је свуда била испод 2%. Од 11 земаља за колико је претпостављено да ће формирати Европску монетарну унију, све услове су испуниле Финска, Француска, Луксембург, Ирска и Португалија (Ирска и Португалија само годину дана пре нису испуњавале све критеријуме). Остале земље су имале неиспуњен бар један критеријум. Белгија и Италија су имале готово два пута већи јавни дуг од дозвољеног, али образложење Европске комисије и Европског савета за њихово чланство је што су оне оснивачи Европске уније и њихов изостанак би

представљао велики ударац за саму унију. Услов стабилности цена су 1998. године задовољиле све земље, осим Грчке. Најнижу стопу инфлације су забележиле Аустрија (1,1) Француска (1,2) и Ирска (1,2). У свим земљама инфлација је била нижа од референтне вредности, осим у Грчкој, која је упркос значајном обарању инфлације са 14,23% у 1993. години на 5,5% у 1998. години још увек била далеко од постављених граница. Што се критеријума усклађености дугорочних каматних стопа тиче, њега су испуниле све земље осим Грчке. Просечна дугорочна каматна стопа, обрачуната на основу просечних каматних стопа у Француској, Аустрији и Ирској, које су оствариле најниже каматне стопе, је износила 5,8%. Изнад референтне вредности од 7,8%, била је само Грчка, са каматном стопом од 9,8%.

Идеја доприноса одабраних критеријума стабилизацији у земљама које желе да приступе монетарној унији се састоји у следећем: пад инфлације (стабилност цена је основни циљ монетарне политике еврозоне) води стабилизацији девизних курсева и паду каматних стопа, што ствара притисак на дефицит који постаје мањи, а услед пада каматних стопа, финансирање јавног дуга постаје јефтиније. То значи да, уколико је остварен циљ стабилности цена и његовог одржавања на нивоу од 2 %, онда земље не би требало да се суочавају са проблемом немогућности испуњења осталих критеријума.

Европски савет је, на предлог Европске комисије, одлучио да 11 европских земаља 1999. године формира монетарну унију. Две године касније им се придружује и Грчка. Власти у Великој Британији су као разлоге свог нечланства у еврозони пронашли у бојазни од одсуства самосталне монетарне политике, потреби конвергенције привредних циклуса, могућег раста улагања и неизвесности у погледу даље стопе привредног раста и незапослености. Иако је код свих земаља владао скептицизам у погледу нове валуте, Велика Британија није то износила као аргумент против приступања еврозони.

Колико су у испуњењу критеријума биле успешне посматране земље након формиране монетарне уније? На основу података Eurostat-а, у периоду од 1999-2007. године, правило инфлације нису ни једном прекршиле само три земље – Аустрија, Белгија и Немачка (2008. године и 2011. године правило су прекршила Белгија и Аустрија, Немачка је проблем са високом стопом инфлације имала само 2008. године) док су осталих 8 земаља бар у једној години прекршиле ово правило. Грчка је у току посматраног периода успела правило инфлације да оствари само 2009. године, Португалија није успела да оствари овај критеријум 2001, 2002, 2003. и 2006. године. Висина дугорочних каматних стопа се утврђује према номиналном приносу на хартије од вредности централне власти дате земље, са рочношћу од 10 година. Принос хартија од вредности се рачуна према трговини на секундарном тржишту, а једино у одсуству тог податка, узима се у обзир принос према емисији. Према подацима Eurostata, све земље су испоштовале дати критеријум, што поново ставља на снагу дебату о квалитету изабраног критеријума, имајући у обзир условљеност каматних стопа стопом инфлације, које су биле недостижне за већину земаља. Што се висине јавног дуга тиче,

константност испуњења овог критеријума је забележена у Луксембургу, Аустрији, Француској до 2010. Године, Немачкој, Ирској до 2009. године. Висина јавног дуга је била проблем за велики број земаља и након формирања Европске монетарне уније. Луксембург, Немачка и Финска су успеле да остваре овај критеријум, док се већина осталих земаља (осим Грчке која је константно имала јавни дуг изнад дозвољеног) након 2008. године суочила са проблемом испуњења овог критеријума.

Нове чланице Европске монетарне уније у испуњавању задатих критеријума су показале већу озбиљност, што може бити последица озбиљнијих захтева саме уније, односно непопуштања у случају њиховог неиспуњења као код ранијих чланица, или због тога што су нове чланице могле да користе искуства земаља које су пре њих постале чланице монетарне уније. Што се критеријума инфлације тиче, њега су нове чланице у тренутку приступања Европској монетарној унији задовољавале као и у наредним годинама, са изузетком 2008. године која је готово свим земљама донела веће стопе инфлације-у Словенији је те године износила 5,5%, Малти (која се ЕМУ прикључила 2008. године) износила је 4,7%, док се Словачка, након стопа инфлације од 0,9% (2009) и 0,7% (2010) суочила са проблемима 2011. године, када је стопа инфлације износила 4,1%. И нове чланице су у посматраном периоду испуњавале услов висине дугорочних каматних стопа. Критеријум висине јавног дуга као проценат друштвеног производа је био задовољен у Словачкој, Словенији, и у Естонији (2011. године је Естонија постала чланица ЕМУ). Малта критеријум није испунила ни у тренутку приступања ЕМУ (2008. године је износио 75,85) а и у наредним годинама је показао тенденцију раста. Кипар је 2008. имао висину јавног дуга од 79,88, али је већ наредне године смањен на 56,42. Слична је ситуација и са испуњењем, односно неиспуњењем критеријума буџетског дефицита, као проценат друштвеног производа. Словенија је задовољавала овај критеријум све до 2008. године, да би потом прешла дозвољену границу (5,44 (2009) и 5,51 (2010)). Кипар је критеријум испуњавао 2008. године, али након тога вредности се креће од 5,91 у 2009. години, до 5,24 у 2010. години. У истом периоду ни Словачка није успела да задржи ове критеријуме у предвиђеним границама.

Након анализе испуњења дефинисаних критеријума, показало се да су ипак, за већину земаља, престоги. Или да већина земаља није ни требала да постане чланице Европске монетарне уније, јер није успела да задовољи свих прецизираних економских критеријума. Можда за чланство у Европској монетарној унији постоје додатни критеријуми, који у случају неких земаља имају превагу у односу на ових пет обавезних, али неиспуњених критеријума. И у коначном, јавља се проблем различитог третмана појединих земаља у погледу обавезе у испуњењу задатих критеријума. Који год разлог био у питању, јасно је да је и за земљу која претендује да постане чланица Европске монетарне уније, као и за саму унију, много боље уколико земља успе да своју економску активност организује тако да, мерена економским показатељима представљеним у облику критеријума конвергенције, буде што ближа њиховом достизању.

ЧЕТВРТИ ДЕО

ЕФЕКТИ ПРИКЉУЧЕЊА СРБИЈЕ ЕВРОПСКОЈ МОНЕТАРНОЈ УНИЈИ НА ФУНКЦИОНИСАЊЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ

Глава 8.

ОД САМОСТАЛНЕ МОНЕТАРНЕ ИНСТИТУЦИЈЕ ДО ЧЛАНИЦЕ ЕВРОПСКЕ МОНЕТАРНЕ УНИЈЕ

1. Историја економских односа Србије и Европске уније

Идеја о повезивању Србије и Европске уније има своје полазиште још у периоду функционисања Савезне Федеративне Републике Југославије (СФРЈ), у чијем је саставу била. Комплексност тог односа је потврђена чињеницом да не постоји ни једна земља која тада у свом односу са Европском унијом имала више успона и падова. Сарадња са тадашњом Југославијом је уследила веома брзо након формирања Европске економске заједнице. Од тада, па до данас, дошло је до великих промена у међусобним улогама и потребама. Наиме, тада је за Европској економској заједници сарадња са Југославијом била веома важна, из разлога што бивши СССР све до касних 80-их година није признавао ноформирану Заједницу као правни међународни субјекат, нити је желео да закључи било какав међународни споразум са ЕЕЗ. Тадашња СФРЈ је већ 1968. године успоставила дипломатске односе са ЕЕЗ. Први трговински споразум је потписан 1970. године (односио се на заједничку царинску тарифу) у трајању од три године, након чега је потписан и други трговински споразум. Битнији период интензивирања сарадње настаје 1980. године, закључивањем Споразума о сарадњи, који је тада спадао у групу тзв. медитеранских споразума Заједнице. Споразумом су предвиђене значајне једностране концесије за Југославију у областима саобраћаја, индустријског развоја, страних улагања, енергетике, пољопривреде, туризма и осталих сектора, а све је то било праћено и посебним финансијским протоколом. Даљи развој односа се огледао у закључивању додатног финансијског протокола, споразума о друмском транспорту, али су започети и први разговори о закључењу Споразума нове генерације о придруживању (1991). То је период успешне сарадње двеју страна и експлоатација користи потписаних споразума са обе стране. Након тог периода наступа веома тежак период за СФРЈ, како са становишта њених унутрашњих проблема, тако и са становишта потпуне промене односа са Заједницом. Период од 1991-2000. године се не може тумачити као период односа Југославије, јер су у том периоду забележене мере делимичних или потпуних санкција Европске заједнице, са далекосежним последицама на развој Југославије. Политичке промене у Југославији су условиле и промену односа са Заједницом. До измена у називу је дошло и на једној и на другој страни, а и до промене снага. Србија за чланство у Европској унији треба да се избори, да спроведе много тешких, али нужних реформи, како би будуће генерације могле да уживају у благодетима економски стабилне државе. У периоду од 2001-2002. године долази до обнове односа, који се огледао у активнијој улози Европске уније, кроз примену дипломатских и економских инструмената. О значају те активне улоге сведочи и усвајање Уставне повеље (крајем 2003. године) тј. успостављање новог односа Србије и Црне Горе (СЦГ) као јединих преосталих чланица некадашње СФРЈ, у нови облик

државне заједнице Србије и Црне Горе. Употреба економских инструмената се огледала кроз финансијску подршку владама неформираних заједница СЦГ, укључујући и оснивање Европске агенције за реконструкцију.¹⁸¹ У Београду, 25.11.2000. године је потписан Оквирни споразум Савезне Републике Југославије и Европске уније о релаизацији програма помоћи и подршке Европске уније Југославији. Овај споразум је ратификован 31. марта 2003. године. Основу за наставак интензивирања односа са Европском унијом је представљала Солунска агенда за Западни Балкан, као и остали документи који су усвојени на Самиту Европске уније у Солуну (20-21. јуна 2003. године). Као резултат одлука Самита у Солуну, септембра 2003. године је усвојена Заједничка декларација о политичком дијалогу Европске уније и Србије и Црне Горе, као део тзв. Европског партнерства, којим је требало извршити операционализацију задатака из Солунске агенде, односно подстаћи реформе у Србији и Црној Гори. Тиме је омогућено формализовање редовног билатералног политичког дијалога на нивоу министара спољних послова. Осим унапређења спољно-политичке позиције Србије и Црне Горе, овај дијалог је требало да послужи као припрема за учешће у Заједничкој спољној и безбедносној политици Европске уније. Нажалост, тада поново долази до нарушавања односа две заједнице. Наиме, један део Уставне повеље који се односио на заједничко тржиште никада није до краја реализован, а даљи развој институционалних односа који су водили закључењу споразума о придруживању је прекинут. Политички поремећаји у Србији и до данас су оставили велики траг у односима са Европском унијом, јер је остало пуно отворених „политичких услова“ које Србија треба да испуни да би могла да настави свој пут европских интеграција. Посебан Споразум о трговини текстилних производа између Европске уније и Србије (без Црне Горе) је потписан 2005. године. Обзиром да је Србија у том периоду показала одлучност у спровођењу реформи са становишта испуњења неких од постављених услова (економских и политичких) Европска комисија је 2005. године објавила позитиван „извештај о изводљивости“ преговора о закључењу Споразума о стабилизацији и придруживању (ССП) са Србијом и Црном Гором. Тај извештај је представљао полазну основу у формалном отпочињању преговора. Након издвајања Црне Горе из државне заједнице, Европска унија је закључила посебан уговор са њом. Преговори су суспендовани наредних годину дана, и опет покренути 2007. године, па је тако 7. новембра у Бриселу парафиран Споразум о стабилизацији и придруживању између Европске уније и Србије. Наредне године, 29. априла 2008. године, у Луксембургу је потписан Споразум о стабилизацији и придруживању између Европске уније и Србије. Уз ССП је потписан и Прелазни трговински споразум (ПТС) а Србија је 16. октобра 2008. године донела одлуку о једностраној примени ПТС, са чијом применом је започела у јануару 2009. године. Савет Европске уније је 30. новембра 2009. године објавио документ о визној либерализацији за земље западног Балкана, на основу којег је 19. децембра 2009. године ступио на снагу безвизни режим са Европском унијом, чиме су укинуте визе за путовања у државе чланице Европске уније које су део тзв. Шенгенског простора. Европска унија је на заседању у Бриселу 7. децембра 2009. године, донела одлуку о

¹⁸¹ Лопандић Д. (2005) Реформа Европске уније, Западни Балкан и Србија, Закасна интеграција, http://www.raris.org/download/regionalizacija/reforma_eu_zapadnibalkan_srbija%20Dusko%20Lopandic.pdf.

почетку примене Прелазног трговинског споразума између Европске уније и Србије. Обзиром да је за приступање Европској унији неопходно подношење формалног захтева за пријем у чланство, Србија је захтев поднела 22. децембра 2009. године, а 1. фебруара 2010. године ступио је на снагу Прелазни трговински споразум између Европске уније и Србије. Исте године, 14. јуна, Савет министара спољних послова земаља чланица Европске уније је донео одлуку о почетку ратификације Споразума о стабилизацији и придруживању са Србијом. Европски парламент је ратификовао Споразум о стабилизацији и придруживању са Србијом 19. јануара 2011. године. Процес ратификације у земљама чланицама Европске уније завршен је 18. јуна 2013. године, када је ратификован од стране Литваније. Након што је Савет Европске уније затражио мишљење Европске комисије о кандидатури Србије за чланство у Европској унији, 12. октобра 2011. године Европска комисија је препоручила да се Србији додели статус кандидата за чланство у Европској унији. Након испуњених формалних услова, 1. марта 2012. године Европски савет је донео одлуку да Србији додели статус кандидата за чланство у Европској унији. Захваљујући уложеним напорима стабилизације политичких односа на територији Републике Србије, 25. јуна 2013. године Савет министара спољних послова земаља чланица Европске уније, једногласно је препоручио Европском савету да преговори са Србијом отпочну најкасније до јануара 2014. године, да Европска комисија изради преговарачки оквир и почне са аналитичким прегледом усклађености српског законодавства за законодавством Европске уније. На свом путу европских интеграција, Србија је 28. јуна 2013. године добила одлуку Европског савета за отварање приступних преговора, а прва Међувладина конференција, како је и планирано, је одржана у јануару 2014. године. Сви ови процеси су могли бити започети много раније, да су економски критеријуми добили превагу над политичким. Неопходност реформи у Србији би се могла третирати само као реторичко питање, јер су структурне реформе и борба за стварање економије засноване на тржишним принципима, као и коначно раскидање са поставкама центарлистичко-управљаних привреда, нужност. Захваљујући обновљеној сарадњи са Европском унијом, Србија на путу реформи може да рачуна на стручну и финансијску помоћ Европске уније, а изражена тежња за чланством у Европској унији може само допринети убразању процеса реформи, јер је узалудно трошење времена луксуз који Србија не би смела поново себи да дозволи.

2. Перспективе Србије и Народне банке Србије након приступања Европској унији

Чланство у Европској унији сада представља много сложенији задатак новим чланицама него што је то био за земље осниваче, из више разлога. Правне текове Заједнице су тада биле тек у оснивању, па је и чланицама било много једноставније да исте примене у оквиру својих националних граница, него што је то случај данас са земљама кандидатима за чланство. Свака нова чланица је преговарала са знатно мањим бројем земаља које су чиниле Заједницу, док Србију данас очекује договор са 28 (за

сада) земаља чланица Европске уније. Пут европских интеграције није једнообразан, унифициран за све земље. Фазе кроз које земље пролазе су, мање-више јединствене, али време њиховог трајања се итекако разликовао међу земљама. Следећа табела показује временски распон наступања и завршетка појединих фаза земаља које су постале чланице Европске уније 2004. године и касније.

Табела 24: Земље које су постале чланице Европске уније 2004. године и касније, или су у процесу приступања

	Потписивање споразума о придруживању	Подношење захтева за пријем у чланство	Почетак приступних преговора	Чланство у Европској унији
Турска	12. септембар 1963.	14. април 1987.	3. октобар 2005.	-
Малта	5. децембар 1970.	3. јул 1990.	15. фебруар 2000.	1. мај 2004.
Кипар	19. децембар 1972.	3. јул 1990.	31. март 1998.	1. мај 2004.
Пољска	16. децембар 1991.	5. април 1994.	31. март 1998.	1. мај 2004.
Мађарска	16. децембар 1991.	31. март 1994.	31. март 1998.	1. мај 2004.
Румунија	8. фебруар 1993.	22. јун 1995.	15. фебруар 2000.	1. јануар 2007.
Бугарска	1. март 1993.	14. децембар 1995.	15. фебруар 2000.	1. јануар 2007.
Словачка	6. октобар 1993.	27. јун 1995.	15. фебруар 2000.	1. мај 2004.
Чешка Република	6. октобар 1993.	17. јануар 1996.	31. март 1998.	1. мај 2004.
Естонија	12. јун 1995.	24. новембар 1995.	31. март 1998.	1. мај 2004.
Литванија	12. јун 1995.	8. децембар 1995.	15. фебруар 2000.	1. мај 2004.
Летонија	12. јун 1995.	13. октобар 1995.	15. фебруар 2000.	1. мај 2004.
Словенија	10. јун 1996.	10. јун 1996.	31. март 1998.	1. мај 2004.
Македонија	9. април 2001.	22. март 2004.		
Хрватска	29. октобар 2001.	21. фебруар 2003.	3. октобар 2005.	1. јул 2013.
Албанија	12. јун 2006.	28. април 2009.		-
Црна Гора	15. октобар 2007.	15. децембар 2008.	29. јун 2012.	-
Србија	29. април 2008.	22. децембар 2009.	21. јануар 2014.	-
Босна и Херцеговина	16. јун 2008.	-	-	-

Извор: Центар за међународне и безбедносне послове (2013) Водич кроз приступање Србије ЕУ, стр. 69.

Како је приказано у табели, од потписивања Споразума о придруживању, па до пуноправног чланства, може проћи од 12-34 године, или тај процес може да траје 51 годин, а да још увек није окончан (случај Турске). Код већине земаља, од нивоа остварених реформи у земљи је зависила и динамика достизања пуноправног чланства. Међутим, као битан и утицајан фактор се искристалисао уплив политичке воље Европске уније о најпогоднијем временском тренутку прихватања нових чланица. Србији предстоји наставак спровођења структурних реформи којима се желе остварити постављени циљеви, уз очекивање да неекономски фактори неће бити временски ограничавајући.

Претпоследња фаза, почетак приступних преговора, ослања се на претходно усвојен Преговарачки оквир, документ Савета који је састављен од начела, основних елемената преговора, процедуре која је водич у преговорима и цео документ представља платформу Европске уније за вођење приступних преговора о чланству у Европској

унији са земљама кандидатима. Упоредна анализа законодавства земље кандидата и оног на којем почива Унија се назива скрининг (Screening). Суштина анализе је откривање гепова, односно дискрепанце у сваком од анализираних поглавља, и њихово елиминисање. Постоје две врсте скрининга – експланаторни и билатерални. Експланаторни скрининг обухвата представљање правних тековина Европске уније од стране Комисије појединачно за сваку област преговарања, док у билатералном скринингу земља кандидат представља национално законодавство, појединачно за свако поглавље, што представља основу за утврђивање јаза (гепа). Након утврђеног стања, отварају се појединачно поглавља и када се достигне усаглашеност, преговори у њему се затварају. Обзиром на специфичност земаља западног Балкана, Европска унија је променила праксу редоследа отварања појединих поглавља, па се уместо једноставнијих прешло на започињање преговора у поглављима која за те земље представљају и највећи изазов. То се пре свега односи на поглавље 23. Сарадња у области правосуђа и основних права, као и поглавље 24. Правда, слобода и безбедност. Ова поглавља ће бити отворена све време трајања преговора. Поглавље у којем се преговара, а које је у случају Србије отворено одмах на почетку (то је новина у односу на искуство Црне Горе и Хрватске) је 32. Финансијски надзор, које се односи на јавну унутрашњу финансијску контролу трошења буџетских средстава, постојање независног система унутрашње ревизије, релевантне организационе структуре, екстерне ревизије, али и заштиту финансијских интереса Европске уније у борби против злоупотребе фондова ЕУ.¹⁸² Последње поглавље 35. Остала питања, не садржи правне прописе које треба ускладити, већ се односи на сва питања и проблеме који се могу појавити у току вођења преговора, а која нису обухваћена ни једним другим поглављем. Након затварања свих поглавља, приступа се потписивању Споразума о приступању на завршној Међувладиној конференцији.

За Србију је веома значајна могућност коришћења искустава земаља чланица Европске уније о начину решавања поједних организационих и техничких проблема. За сваку потенцијалну чланицу је важна структура координационог система за преговоре, јер се у великом броју случајева показао као најзначајнији елемент у току вођења преговора за свако поглавље. У Србији су дефинисани главни учесници, њихова структура и улоге. Њих чине¹⁸³:

- Координационо тело за процес приступања Европској унији, кога чине председник Владе (председавајући на састанцима); први потпредседник Владе; потпредседник Владе и министар рада, запошљавања и социјалне политике; потпредседник Владе и министар спољне и унутрашње трговине и телекомуникација; министар задужен за европске интеграције; министар надлежан за спољне послове; министар надлежан за послове финансија; министар надлежан за послове пољопривреде, шумарства и водопривреде;

¹⁸² Преговарачка поглавља, 35 корака ка Европској унији, www.europa.rs.

¹⁸³ Влада Републике Србије, Канцеларија за европске интеграције, <http://www.seio.gov.rs/srbija-i-eu/ko-je-ko/koordinaciono-telo-za-proces-pristupanja-eu.788.html>.

- министар надлежан за послове животне средине. У раду Координационог тела учествују и директор Канцеларије за европске интеграције, шеф преговарачког тима, а могу учествовати и остали чланови Владе, генерални секретар Владе, директор Републичког секретаријата за законодавство и гувернер НБС уколико се расправља о темама из њихове надлежности. Предмет анализе Координационог тела су сва питања у вези са европским интеграцијама, као и координација рада органа државне управе,
- Савет Координационог тела кога чине члан Владе задужен за послове европских интеграција (председник); директор Канцеларије за Европске интеграције; шеф Преговарачког тима; председници Преговарачких група; државни секретари из министарства чији представници не руководе преговарачким групама; заменик директора и координатор за фондове ЕУ у Канцеларији за европске интеграције; представник Републичког секретаријата за законодавство који је задужен за обављање текућих послова у процесу приступања Србије ЕУ. У његовом раду учествује представник Канцеларије за сарадњу са цивилним друштвом. Координационо тело даје смернице за његов рад,
 - Преговарачке групе, њих 35 (колико има и поглавља у којима се преговара) а чланови преговарачких група су представници следећих органа и организација: Министарства спољних послова; Министарства финансија; Министарства Правде и државне управе; Министарства унутрашњих послова; Канцеларије за Косово и Метохију; Комесаријата за избеглице и миграције; Канцеларије за европске интеграције; канцеларије за стручне и оперативне послове у преговарачком процесу; Републичког секретаријата за законодавство и Кабинета председника Републике. Преговарачка група обавља послове у вези са учешћем у процесу аналитичког прегледа законодавстава,; припремом предлога преговарачких позиција за одговарајућа поглавља преговора о приступању ЕУ; изработом, ревизијом и праћењем спровођења Националног програма за усвајање правних тековина ЕУ; поделом надлежности за праћење прописа ЕУ; припремом предлога за планирање комуникацијских активности за одговарајућа поглавља преговора о приступању ЕУ.

Влада Републике Србије је септембра 2013. године донела Одлуку о образовању Преговарачког тима за вођење преговора о приступању Републике Србије ЕУ¹⁸⁴, који учествује у изради преговарачких позиција за вођење преговора и врши хоризонталну координацију преговарачких група. Њега чине шеф Преговарачког тима, државни секретар у министарству надлежном за послове финансија, државни секретар у министарству надлежном за спољне послове, шеф Сталне дипломатске мисије Републике Србије при Европској унији и други чланови Преговарачког тима.

¹⁸⁴ Влада Републике Србије (2013) Одлука о образовању преговарачког тима за вођење преговора о приступању Републике Србије Европској унији, http://www.seio.gov.rs/upload/documents/nacionalna_dokumenta/pregovori_sa_eu/odluka_pregovaracki_tim.pdf.

Тренутно је сва пажња усмерена на процес вођења преговора и што брже затварање свих поглавља преговарања о придружењу Европској унији, али се активности Србије ту не завршавају. Наиме, након добијања пуноправног чланства у Европској унији, следи потреба координације целокупне националне администрације са осталим институцијама и органима Уније. Иако је целокупан претприступни период оријентисан на усаглашавање, хармонизацију законодавства и економских политика кандидата и Уније, добијање пуноправног чланства у Европској унији доноси сагледавање из друге перспективе. Пример Пољске може да послужи као добар водич за Србију пре и након добијања пуноправног чланства. Након што је Пољска 2004. године постала чланица Европске уније, прошло је извесно време прилагођавања и прихватања нове позиције, која је захтевала и примену приступа – од реактивног у проактивни приступ у оквиру преговарања у Савету. Време након добијања чланства је најбоље искористити, не за одмарање од исцрпних преговора, већ за што брже упознавање са стварним функционисањем унутар Уније, радом Комисије, стварањем контаката још у току вођења преговора, а нарочито од добијања статуса посматрача у Европској унији (период од потписивања Уговора о приступању ЕУ, до његовог ступања на снагу). Процес доношења одлука у оквиру Европске уније је свакако непознат свакој новој чланици и потребно је време за преузимање иницијативе и активно учествовање у преговорима унутар уније. Процес прилагођавања није завршен потписивањем Уговора о приступању, већ напротив. Тек тада је потребно не само усаглашавање, него и деловање унутар европских институција, а за то су неопходне веће способности, вештине и знање. Зато се у Пољској у првим годинама јавила одбојност појединих министарстава за активним учешћем, недовољна координација међу министарствима и неконтинуиран проток информација о најважнијим дешавањима у Бриселу. Обзиром да је то додатно отежавало стварну интеграцију Пољске унутар Европске уније, било је извесно да се мора озбиљније решити питање унутрашње координације да би се заступали њени национални интереси.

Положај нових чланица се много разликује у погледу прикупљања информација, утицаја на рад Комисије и осталих европских институција, па је неопходно много рада, упорности и флексибилности у примени националних инструкција. Да би ефикасније антиципирала активности Комисије, Пољска је 2011. године званично успоставила систем „фиша“ (фр. *fiche*),¹⁸⁵ односно документ процене утицаја. Сама идеја је настала још 2009. године, а систем описује суштину предложене иницијативе, главне актере, потенцијалне проблеме, економски утицај и интерес Пољске и представљао је значајну подршку током председавања Пољске Европском унијом. Иако је Пољска преузела Председништво у другој половини 2010. године, док је трајала економска криза у Унији, њени представници су задатак обавили веома успешно, управо захваљујући уложеном раду и стеченом знању. Припреме за председавање су извршили много раније, чак четири године пре, прикупљајући искуства земаља које су у тој улози већ

¹⁸⁵ Ministry of Foreign Affairs Republic of Poland (2012) Report Polish Presidency of the Council of the European Union, Final Report preparations, achievements, conclusions, Warsaw, p. 118.

биле. Адекватна припрема је више од половине обављеног задатка и то може да послужи као добар пример представницима Србије.

Чланство у Европској унији обезбеђује бољу подлогу за бржи економски развој, јер описану пут европских интеграција подразумева јачање националних економија, успостављање владавине права, развоја демократије и пружање помоћи новој чланици од стране институција Европске уније да опстане на том путу. Европска унија је започела процес пружања веће подршке Србији 5. октобра 2000. године. Одмах је уследило спровођење програма хитне помоћи вредног 180 милиона евра. Дугорочним плановима реконструкције је 2002. године предвиђена, поред хуманитарне, и већу помоћ у развоју земље. При томе, средства су долазила не само од Европске уније, већ и од појединих држава чланица. Од јануара 2001. године до краја 2004. године, Европска унија је Србији упутила помоћ у износу од 786 милиона евра кроз главни инструмент помоћи КАРДС¹⁸⁶ - Програм за обнову, развој и стабилизацију, не рачунајући билатералну помоћ земаља чланица. Приоритети овог програма су били обнова и стабилизација државе, развој одрживе тржишне привреде, унапређење поштовања људских и мањинских права, помоћ у борби против организованог криминала и корупције, смањење сиромаштва, образовање, унапређење животне средине. Европска комисија је из програма КАРДС за 2005. годину Србији одобрила 154,5 милиона евра.¹⁸⁷ Ова средства су, између осталог, искоришћена и у области енергетике за снабдевање Србије нафтом за рад електрана, локалних топлана и болница, чиме је било обухваћено скоро 80 одсто становништва Србије. Знатан део средстава помоћи и инвестиција из Европске уније је усмерен на реконструкцију и унапређење саобраћаја (изградња граничног прелаза Хоргош, у вредности од 10 милиона евра, као и обнова моста „Слобода“ преко Дунава код Новог сада у вредности од 41 милион евра). Представници Србије и Европске уније потписали су 29. новембра 2007. године Оквирни споразум о коришћењу милијарду евра бесповратне помоћи Европске уније за период од 2007-2011. године. Србија, као и остале земље које су представљене у наредној табели, користи средства претприступне помоћи. У оквиру помоћи транзицији и изградњи институција, у 2007. години је Србији одобрено укупно 36 пројеката, од којих је до сада уговорено 40 милиона евра. Од 2004. године, у Србији је финансијски подржано око 200 пројеката. Тренутно се спроводи осам програма, међу којим је и Јадрански програм и програм “Југоисточна Европа” у сарадњи са Мађарском, Румунијом, Бугарском, Црном Гором, Босном и Херцеговином, Хрватском¹⁸⁸.

¹⁸⁶ Лазаревић Г. (2013) Програмирање и коришћење предприступних фондова ЕУ, у Изазови европских интеграција, Часопис за право и економију европских интеграција, стр.84

¹⁸⁷ Делегација Европске уније у Републици Србији, http://www.europa.rs/srbija-i-evropska-unija/pomoc_EU_srbiji/card.html, приступљено 12. децембра 2013.

¹⁸⁸ Ипа програми прекограничне сарадње, <http://www.evropa.gov.rs/CBC/PublicSite/Default.aspx>, приступљено 12. децембра, 2013.

Табела 25: Годишња алокација средстава ИПА, дефинисаних Вишегодишњим индикативним финансијским оквиром за период од 2007-2013. године (у милионима евра)

Земља/Година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	Укупно
Турска	497,2	538,7	566,4	653,7	781,9	899,5	935,5	4,872.9
Хрватска	141,2	146,0	151,2	153,6	156,6	159,7	162,9	1,071.2
Македонија	58,5	70,2	81,8	91,7	98,0	105,1	117,2	622,5
Србија	189,7	190,9	194,8	198,0	201,9	205,9	214,7	1,395.9
Косово према Резолуцији УН 1244	68,3	184,7	106,1	67,3	68,7	70,0	73,7	638,8
Црна Гора	31,4	32,6	33,3	33,5	34,2	34,8	35,4	235,2
БиХ	62,1	74,8	89,1	105,4	107,4	109,5	111,8	660,1
Албанија	61,0	70,7	81,2	92,7	94,4	96,3	98,1	594,4

Извор: преузето из: Инструмент за претприступну помоћ Европске уније, ИПА 2007-2013.

Србија је остварила и билатералне споразуме са појединачним чланицама Европске уније. Консултације са Владом Републике Немачке марта 2011. године су резултирале новим пројектом техничке помоћи, са циљем развоја капацитета државне управе Србије за преговоре са Европском унијом. Пројекат „Подршка процесу европских интеграција у Србији“ вредан 2,2 милиона евра, потписан је 29. маја 2013. године између Канцеларије за европске интеграције Владе Републике Србије и Немачке организације за међународну сарадњу (Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit - GIZ) у циљу пружања помоћи за административно-техничку припрему за преговоре о поглављима правних тековина које се односе на пољопривреду, економију, финансијске услуге и регионални развој. Тиме је пружена значајна помоћ у циљу што бржег затварања 15 од 35 поглавља о којима се преговара. Саставни део пројекта је и размена специфичних знања и вештина о преговарачком процесу између држава чланица Европске уније и представника Србије.

Битна корист коју ће Србија имати од приступања Европској унији је учешће у развоју европске и светске економија, политике и културе. За грађане Србије је посебно важно укидање граница, либерализација финансијских и свих других токова са земљама Европске уније, обзиром на дуго и веома болно искуство изолације из прошлости. Уколико се узму у обзир све околности које су непосредно утицале на развој привреде Србије, несређена политичка ситуација, криза поверења грађана у готово све државне институције, која је била сасвим оправдана, будући да оне осим назива нису имале друге споне са реалним догађајима, Европска унија за Србију не треба да буде само циљ, већ и средство, односно бржи начин за јачање институционалних капацитета. Чланством у Унији не долази до губитка националног идентитета чланица, а и самим Уговором о Европској унији је гарантовано поштовање националног идентитета држава чланица. Земље које су по броју становника у истом рангу као Србија, попут Грчке и Португалије, очувале су сва обележја националног идентитета (језик, културу). То важи и за остале чланице Уније - службени језик сваке од њих је у исто време и

званични језик Уније. Уласком у Европску унију, земља преноси део државног суверенитета на ниво заједничког одлучивања унутар Уније. То се пре свега односи на оне области које су у искључивој надлежности Уније, као што су унутрашње тржиште, царинске тарифе, економска и монетарна унија, заједничка пољопривредна политика, заштита животне средине. Међутим, то не значи да се земља одриче свог суверенитета, већ га преноси Европској унији, али на њене одлуке и сама утиче. На тај начин се кроз Европску унију усклађују активности свих држава чланица ради стварања заједничке користи. Користи у краћем временском периоду се огледају у трансферу знања, коришћених метода, техничкој и финансијској помоћи Европске уније. Дугорочно посматрано, користи се огледају у спроведеним структурним реформама и постављању боље основе за даљи развој и напредак, приступу заједничком тржишту, расту директних страних инвестиција, отварању нових радних места и побољшања стања у свим привредним сегментима. Конкретне користи од приступања Унији ће се посебно ефектуирати у зависности од сваке нове чланице. Неопходно је испунити услове прецизиране од стране Европске уније, и захваљујући адекватној припреми и спроведеним реформама, обезбедити наставак функционисања у новим европским оквирима

Уласком нових чланица није аутоматски обезбеђен слободан приступ тржишту радне снаге Европске уније. Наиме, старе чланице могу ограничити приступ свом тржишту рада, односно увести транзициони аранжман¹⁸⁹ и то постепено, у три фазе. У првој фази, свака земља може да одлучи да у току прве две године чланства нових чланица не примењује европско законодавство, које гарантује слободу кретања радника, већ да примењује своје национално законодавство. У највећем броју случајева, национално законодавство предвиђа да страни држављани не могу добити посао без поседовања радне дозволе. У току друге фазе која траје три године, земље чланице које су одлучиле да заштите своје тржиште рада од радне снаге из нових чланица Европске уније, морају дати Комисији адекватне разлоге због којих желе да продуже рок ограничења слободног кретања људи међу земљама чланицама. И последња, трећа фаза, подразумева могућност продужења од две године, једино уколико постоји реална опасност од поремећаја на тржишту рада. Дакле, старе чланице могу штити национално тржиште рада од прилива радне снаге из нових земаља чланица најдуже седам година.¹⁹⁰ Већина старих земаља је искористила ову могућност и ограничила прилив радне снаге из земаља које су 2004. године постале чланице Европске уније. Интересантно је да су своја тржишта рада у прве две године чланства отвориле само Велика Британија, Шведска и Ирска, без икаквих ограничења. Италија, Финска, Шпанија, Португалија и Грчка су након две године од проширења Европске уније 2004. године, укинуле ограничења у слободи кретања радника, док су Аустрија и Немачка биле једине које су искористиле све могућности продужења тог рока, односно задржале ограничења пуних седам година. Бугарска и Румунија су постале чланице

¹⁸⁹ Капурал М. (2005) Слобода кретања радника у проширеној Европској Унији и њезин утјецај на Хрватску, http://www.fes.hr/E-books/pdf/Pridruzivanje%20hrvatske%20EU_3_svezak/05_0.pdf, стр. 91.

¹⁹⁰ European Commission, Enlargement - transitional provisions <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=466&langId=en>, Accessed 20 June 2013.

Европске уније 2007. године, и 10 од 25 земаља чланица није успоставило никаква ограничења у погледу слободног кретања радне снаге (Кипар, Чешка, Естонија, Латвија, Литванија, Пољска, Словачка, Словенија, које су постале чланице 2004. године, и Финска и Шведска од земаља које имају дужу историју чланства у Унији). Две године касније, ограничења су укинута у Данској, Грчкој, Мађарској и Португалији, док су у Шпанији укинута само према радницима који долазе из Бугарске. По завршетку друге фазе 1. јануара 2012. године, ограничења су укинута у Ирској и Италији, док су могућност максималног ограничења до 31.12.2013. године искористиле Белгија, Немачка, Шпанија (за раднике из Румуније) Француска, Луксембург, Малта, Холандија, Аустрија и Велика Британија. Како је истекао рок постављања ограничења, у неким земљама чланицама, пре свега у Великој Британији, али и у можда још привлачнијој земљи за кретањање радне снаге, Немачкој, појавила се бојазан од могућег утицаја масовног доласка радника из тих двеју земаља, које заједно имају мало мање од 30 милиона становника. Страх у Великој Британији је подупрт чињеницом да је управо она након највећег проширења Европске уније 2004. године примила највише држављана из нових чланицама. Према проценама, у Великој Британији сада ради око 650 хиљада Пољака. Од 1. јануара 2014. године само радници из Хрватске имају ограничења за рад у 13 земаља: Великој Британији, Француској, Немачкој, Белгији, Аустрији, Холандији, Луксембургу, Грчкој, Малти, Кипру, Шпанији, Италији и Словенији, док се у преосталих 14 земаља Уније могу запошљавати без икаквих ограничења. Може се очекивати да ће слична ограничења у погледу слободног кретања радне снаге из Србије применити одређени број чланица Уније, и самим тим ограничити могућност проналажења посла у тим земљама.

Главни недостатак приступања Европској монетарној унији се истиче губитак монетарног суверенитета. Колико је то за Србију опасност која би могла да утиче на евентуално неприступање монетарној унији? Могло би се рећи - не тако велика. Важност монетарног суверенитета земље је неоспорна, али само уколико је земља у стању да води адекватну, успешну, конзистентну монетарну политику. У супротном, много су веће негативне последице од коришћења тако моћног инструмента од стране, пре свега променљивих, а самим тим мање ефикасних управљачких структура у Србији. Као један од кључних проблема самосталне монетарне политике у Србији је неконзистентност у њеном формулисању и имплементацији. Веома нестабилна политичка ситуација у земљи у претходном периоду је имала за резултат честе изборе и промене власти, како на локалном, тако и на републичком нивоу. Поред великог броја висококвалификованих људи који су могли и требали да учествују у одређивању курса кретања економске политике Србије, они нису имали прилику да своје знање искористе у најбољем интересу земље, из личних разлога или неодговарајуће политичке оријентације. То је за резултат имало сталне промене у акцијама које су се предузимале, недовољну координацију активности и уместо наставка затеченог курса акције и коришћења добрих претходних одлука, економска политика је често кретала изнова. Неопходно је успоставити национални интерес, не лични или партијски, већ национални интерес земље и свих њених грађана. Успешни појединци само то и остају – успешни појединци. Без деловања у ширем, заједничком интересу свих управљачких

структура, не може се остварити просперитет. Зато на значају добијају европске интеграције, да би функционисање у оквиру шире економске и политичке заједнице, уместо на маргинама Европе индивидуалног функционисања, омогућило покретање привредног раста и развоја.

Након добијања пуноправног чланства у Европској унији, Народна банка Србије преузима обавезе у складу са Статутом Европског система централних банака и Статутом Европске централне банке, односно врши функције у складу са њима. Када се стекну услови за пријем Србије у Европску монетарну унију, Народна банка Србије ће пренети своја овлашћења за формулисање монетарне политике, операција на девизном тржишту, управљање девизним резервама и функционисање платног система, на Европску централну банку. Гувернер Народне банке Србије ће постати члан Управног савета Европске централне банке, у складу са Уговором о функционисању Европске уније и Статутом Европског система централних банака и Статутом Европске централне банке. Народна банка Србије ће спроводити монетарну политику еврозоне на територији Србије, извршавати девизне операције у складу са Чланом 219. Уговора о функционисању Европске уније и осигуравати несметано функционисање платног промета. Задржаће самосталност и независност у одлучивању и спровођењу преосталих задатака, управљаће међународним резервама које нису пренета на Европску централну банку, као и другом имовином Републике Србије која је затечена у билансу Народне банке Србије на дан увођења евра као званичног обрачунског средства у Србији, према сопственим одредницама, поштујући начела ликвидности и сигурности улагања. Емитовање новчаница и кованог новца ће се вршити у складу са одредбама Статута Система и одлукама Европске централне банке, као и одредбама Уговора о функционисању Европске уније. Годишњи финансијски извештаји ће се састављати у складу са рачуноводственим правилима Европске централне банке. У годишње финансијске извештаје биће укључен и део монетарних прихода Европског система централних банака и Европске централне банке који је одређен од стране Европске централне банке у складу са чланом 32. Статута, који настаје спровођењем заједничке монетарне политике.¹⁹¹

Како је већ истакнуто, приступањем монетарној унији се земља одриче свог монетарног суверенитета, а институција која има улогу врховне монетарне власти остаје без једног дела својих функција. То се пре свега односи на губитак функције емисионе добити и функције последњег уточишта. Сењораж представља емисиону добит, односно разлику између номиналне вредности новчаница и трошкова за њихову израду. При том, треба направити разлику између емисионе добити и инфлаторног опорезивања.¹⁹² За разлику од сењоража, који представља добит централне банке остварене од каматоносне активе и некаматоносне пасиве, инфлаторни порез је везан

¹⁹¹ European Union, Protocol (No 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, Official Journal of the European Union, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en_protocol_4.pdf.

¹⁹² Марковић Д. Фуртула С (2009) Унилатерална евроизација као монетарни феномен, Економски хоризонти, 11 (2) п. 41.

за штампање новца без реалног робног покрића, што је пре свега мотивисано потребом финансирања буџетског дефицита. Овај губитак није једнократни, већ има карактер тока, јер у складу са растом номиналног друштвеног производа или неком другом таргетираном величином, земље континуирано врше емисију новца.¹⁹³ Маастрихтским споразумом је дефинисано да се емисиона добит дели међу државама чланицама, што значи да губитак емисионе функције не треба схватити као велики губитак са аспекта емисионе добити. На основу финансијских извештаја Народне банке Србије, у периоду од 2002-2005. године имала је позитиван финансијски резултат, да би 2006. године и 2007. године забележила велике губитке у пословању. Након тог периода, бележи добитак који је има тенденцију раста, све до 2011. године, када је смањен у односу на претходну годину више од шест пута.

У настојању остварења основног циља, а то је стабилност цена и стабилизација целокупног финансијског система, Србија је до сада водила рестриктивну монетарну политику, па износи емисионе добити нису били тако велики да би подрили наставак монетарних интеграција и прихватање евра као заједничке валуте. Стабилна национална валута, попут британске фунте, која представља и значајну валуту у којој се врше међународна плаћања, може да обезбеди нормално функционисање националног финансијског система. У случају Србије и константног пада вредности динара у односу на евро, за опоравак привреде би било много повољније фиксирање његове вредности, односно прихватање нове валуте.

Табела 26: Финансијски резултат Народне банке Србије у периоду од 2002-2012. године

Година	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Добитак (губитак) у мил. динара	1,457	3,800	6,822	14,830	(30,092)	(8,193)	58,070	63,536	79,430	12,744	58,402
Добитак (губитак) у мил. евра ¹⁹⁴	23,68	55,63	86,48	173,45	(380,911)	(103,41)	655,41	662,61	752,9	121,79	513,57

Извор: Народна банка Србије, Годишњи извештаји.

¹⁹³ Фабрис Н. Еуризација као режим монетарне политике Србије?

http://www.ekof.bg.ac.rs/nastava/osnovi_makro_ekonomije/radovi/n-f/N-F-14.pdf, стр. 9.

¹⁹⁴ Вредности у еврима су добијене коришћењем података Народне банке Србије о кретању девизног курса динара према еврџу, у периоду од 2002-2012. године.

3. Испуњеност критеријума конвергенције у Србији

Иако је увођење евра последњи корак Србије на путу евроинтеграција, на коме је очекује напоран процес усаглашавања националног законодавства са европским и наставак неопходних структурних реформи, ипак је веома важно анализирати њен тренутни положај у погледу достигнутог нивоа критеријума конвергенције. Од дефинисања чланстав у Европској унији као стратешког циља, напори Народне банке Србије су усмерени ка усаглашавању националне монетарне политике са монетарном политиком коју спроводи Европска централна банка. Ти процеси су довели и до редефинисања примарног циља монетарне политике, односно дефинисања стабилности цена као примарног циља. Народна банка Србије је 2007. године усвојила режим таргетирања инфлације, како би на што ефикаснији начин могла да испуни примарни циљ. У периоду од 2006-2008. године, таргетирана је базна инфлација, а циљ је остварен у 2007. години, када је инфлација на крају године износила 5,4%, односно нашла се у границама циљаног распона (4-6%).¹⁹⁵ Циљ за 2008. годину није био остварен – међугодишња базна инфлација на крају 2008. године износила је 10,1%, што је за 4,1 п.п. било изнад горње границе циљаног распона.¹⁹⁶ У 2009. години, Народна банка Србије је остварила циљ дефинисан Програмом монетарне политике. Инфлација се током 2009. године кретала у границама циљаног распона, изузев у октобру и новембру, када је била испод доње границе циља. Инфлација је у четвртог тромесечју повећана као резултат раста цена пољопривредних производа.¹⁹⁷ Међугодишња инфлација је у октобру 2010. године, први пут од преласка на режим циљања укупне инфлације мерене индексом потрошачких цена, прешла горњу границу дозвољеног одступања. Раст међугодишње инфлације је у наредна два месеца настављен и крајем 2010. године је износио 10,3%, што значи да циљ није био остварен, јер је за децембар 2010. године индекс потрошачких цена циљан на 6%, са дозвољеним границама одступања од ± 2 п.п.¹⁹⁸ За 2011. годину, циљана стопа укупне инфлације је износила $4,5 \pm 1$ п.п. али тај циљ није остварен. Наиме, инфлација је током четвртог тромесечја 2011. године наставила да пада и у децембру се спустила према горњој граници дозвољеног одступања од циља (7,0%)¹⁹⁹, али се ипак није нашла у планираним границама. Циљ није остварен ни у 2012. години - међугодишња инфлација је у Т4 наставила да расте, али споријим темпом, па је у децембру је износила 12,2%. Инфлација је у Т4 била нижа у односу на Т3 и износила је 2,3%.²⁰⁰ Републички завод, у складу са препорукама Eurostat-а, од 2013. године је изменио пондере за обрачун индекса потрошачких цена (ИПЦ). Највећа методолошка разлика у односу на обрачун у осталим европским земљама, огледа се у извору података на основу којих се рачунају пондери појединих група производа и услуга. Обрачун пондера за ИПЦ до сада се код нас заснивао на подацима из Анкете о потрошњи домаћинства, док је пракса у већини

¹⁹⁵ Народна банка Србије (2008) Извештај о инфлацији, фебруар, п. 3.

¹⁹⁶ Народна банка Србије (2009) Извештај о инфлацији, фебруар, п. 7.

¹⁹⁷ Народна банка Србије (2010) Извештај о инфлацији, фебруар, п. 11.

¹⁹⁸ Народна банка Србије (2011) Извештај о инфлацији, фебруар, п. 5.

¹⁹⁹ Народна банка Србије (2012) Извештај о инфлацији, фебруар, п. 5.

²⁰⁰ Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији, фебруар, п. 7.

европских земаља била да се за израчунавање пондера користе подаци националних рачуна, пре свега подаци о финалној монетарној потрошњи домаћинства. Преласком на нову методологију рачунање домаћег индекса потрошачких цена је, према извору података, усклађено са обрачуном хармонизованог индекса потрошачких цена Европске уније. Усклађивање методологије је обезбедило и поузданију упоредивост нивоа и динамике инфлације у Србији са осталим европским земљама.²⁰¹ Међугодишња инфлација се у току ТЗ 2013. године кретала унутар граница краткорочне пројекције инфлације објављене у августовском Извештају о инфлацији, и у септембру је износила 4,9%. Тиме се међугодишња инфлација вратила у границе дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5$ п.п.). Према подацима Републичког завода за статистику, раст потрошачких цена у децембру 2013. године је износио 0,2%. Међугодишња инфлација је, након седам месеци пада, остварила раст, и у децембру износила је 2,2%, што је испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5\%$). То је у највећој мери било условљено падом цена хране (2,5% у току 2013. године) на шта указује чињеница да је међугодишња базна инфлација (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у децембру износила 4,2%. Најпозитивнији допринос инфлацији у 2013. години од 2,1 п.п. дао је раст регулисаних цена од 10,4%. Према објављеним извештајима о инфлацији, из године у годину је долазило до смањења циљане стопе инфлације, која скоро да је преполовљена у периоду од 2006-2013. године. То смањење циљаних варијабли је базирано на дугорочним проценама макроекономских кретања и потреби смањења притиска на кретање номиналног девизног курса. Ширина дозвољеног одступања, до чијег смањења је такође дошло након преласка на нови монетарни режим, одражава спремност монетарних власти у осзварењу дефинисаних циљева. У складу са монетарном политиком Европске централне банке и дефинисаном стопом стопом инфлације од 2%, Народна банка Србије постепеним смањењем таргета и граница одступања, настоји да у наредном периоду досегне тај ниво.

Што се другог критеријума конвергенције тиче, дугорочне номиналне каматне стопе, постоји дилема око одабира референтне каматне стопе, обзиром да на домаћем тржишту не постоје динарске обвезнице државе издате на рок од 10 година. Ипак, нису у свим земљама Европске уније постојале номиналне државне обвезнице рочности до 10 година. Тако је у Естонији као референтна каматна стопа коришћена каматна стопа на дугорочне кредите, а у Грчкој су коришћени приноси на државне обвезнице са роком доспећа од пет година. Са аспекта интеграционих процеса Србије, то значи да она неће нужно морати да емитује државне обвезнице са роком доспећа од 10 година, односно да подстиче дугорочне динарске кредите. Треба да постоје довољно ликвидне обвезнице (или неки други инструмент) које би могле да послуже као референтна вредност.

²⁰¹ Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији, фебруар, п. 11.

Табела 27: Просечна пондерисана каматна стопа на динарске државне хартије од вредности Републике Србије

	3М	6М	12М	18М	2Г	3Г	5Г	7Г
2003	18,21	20,63						
2004	21,16	22,09						
2005	17,54	18,39						
2006	13,48	14,55						
2007	6,44	-						
2008	5,34	-						
2009	13,51	11,95	11,86					
2010	10,84	11,19	10,60	10,70	13,32			
2011	12,69	12,44	12,90	12,92	13,06	14,38		
2012	12,39	11,94	13,04	13,67	13,33	15,21	14,74	
2013	9,52	9,38	9,98	-	10,70	11,01	12,13	12,49

Извор: Народна банка Србије, каматне стопе на хартије од вредности, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>, приступљено 5. јануара 2014. године.

Као индикатор нивоа дугорочних каматних стопа могу послужити каматне стопе на трогодишње динарске хартије од вредности. Од 2011. године, држава активније учествује на домаћем тржишту капитала, па је забележен раст каматних стопа и у току 2011-2012. године. У септембру 2012. године је забележена највећа каматна стопа од 15,99%, а након тога је уследио пад, да би у децембру 2013. године износила 10,18%.²⁰² Као индикатор могу послужити и активне пондерисане дугорочне каматне стопе банака на динарске кредите. Према подацима Народне банке Србије, фебруара 2011. године, активна дугорочна каматна стопа на динарске кредите износила је 15,77%, а јуна 2011. године износила је 14,24%.²⁰³ Било која од ових вредности да се користи као критеријум, указује на још увек велико одступање од критеријума конвергенције везано за кретање дугорочне номиналне каматне стопе. Кретање каматних стопа у наредном периоду је доста тешко предвидети, јер ће њихово кретање зависити и од тога успешности у остварењу циљаног нивоа инфлације. Према речима вицегувернера Народне банке Србије, Бојана Марковића,²⁰⁴ у наредних 20 година би се могле очекивати просечне каматне стопе на динарске стамбене кредите од око 12,5%, а просечне каматне стопе на евро-индексиране стамбене кредите од око 9,4%, односно разлика између просечних стопа на динарске и евро-индексиране стамбене кредите не би требало да износи више од око три процентна поена. Ова анализа направљена је на

²⁰² Народна банка Србије, кретање каматних стопа, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>, приступљено 5. јануара 2014. године.

²⁰³ Народна банка Србије, Активне пондерисане каматне стопе на динарске кредите. <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>, приступљено 12. децембра 2013. године.

²⁰⁴ Народна банка Србије, <http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/cl/BM-C-20110709.html>, приступљено 28. новембра 2013. године.

основу врло опрезних претпоставки о економским кретањима у Србији и релативно оптимистичких претпоставки о кретањима у еврозони. Уколико би се резултати ове анализе остварили, онда би троцентна разлика у каматним стопама учинила 20-годишњи динарски стамбени кредит исплативији од евро-индексираног већ при просечној годишњој стопи депрецијације динара од око 1,9 одсто (у протеклих десет година просечна стопа депрецијације износила око 3,5 одсто).

Последња Одлука Народне банке Србије се односи на услове и начине обављања кредитних послова са иностранством у динарима²⁰⁵, коју је усвојио Извршни одбор на седници одржаној 7. новембра 2013. године, којом се стварају подстицајни услове за кредитирање у динарима од стране првокласних међународних финансијских организација, што ће допринети повећању динарских извора финансирања домаћих правних лица, банака и предузетника. Одлуком је предвиђено да домаћа предузећа и банке могу под флексибилнијим условима да користе и отплаћују динарске кредите одобрене од међународних финансијских организација и развојних банака или финансијских организација чији су оснивачи чланице Европске уније и ОЕЦД. Истовремено, отклањајући ограничења за улагање средстава међународних финансијских организација, Одлука би требало да допринесе повећању учешћа динарских кредита, као и побољшању услова под којима привреда и банке могу доћи до динарских извора финансирања. Могућност повољнијег задуживања, ослобођеног девизног ризика, представља значајан подстицај привредној активности, уз могућност остварења позитивног утицаја и на стабилност финансијског система. Обзиром да је омогућено међународним финансијским организацијама одобравање динарских кредита и из средстава која потичу од емисије динарских дугорочних хартија од вредности на домаћем тржишту, очекује се да издавање ових хартија би требало позитивно да се одрази на развој тржишта капитала у Србији.

Критеријум конвергенције који се односи на кретање девизног курса потенцијалних земаља чланица према еврџу, односно његову стабилност у току две године пре преласка на заједничку валуту, подразумева прво чланство у ERM II, које је могуће остварити након приступања ЕУ. Чланство у ЕУ подразумева одржавање девизног курса у оквирима дозвољене флукуације од $\pm 15\%$, за разлику од знатно ужих граница од $\pm 2,25\%$ две године пре прихватања евра. Историјски посматрано, флукуације динара у односу на евро нису занемарљиве. Од 2003. године до 2006. године, девизни курс динара у односу на евро је готово константно растао, па је тако 2003. године вредност динара са нивоа од 64,9 CSD/EUR депресирао на ниво од 86.0 CSD/EUR крајем јуна 2006. године.²⁰⁶

²⁰⁵ Народна банка Србије, Одлука о условима и начину обављања кредитних послова са иностранством у динарима, Службени гласник РС, бр. 98/2013.

²⁰⁶ Народна банка Србије (2006) Економски преглед, јул, стр. 11.

График 25: Кретање номиналног курса динара према америчком долару и еврџ (од 2003-2006) године



Извор: Народна банка Србије (2006), Економски преглед, јул, стр. 11.

И у наредном периоду су изражене осцилације курса динара према еврџ. Наредна табела приказује кретање девизног курса динара према еврџ (EUR), америчком долару (USD), британској фунти (GBP), јапанском јену (JPY) и швајцарском франку (CHF) у периоду од 2006-2013. године, узимајући у обзир податке на крају периода. Динар је депресирао према свим посматраним валутама, с тим што је најмања депресијација према британској фунти, а највиша према швајцарском франку.

Табела 28: Кретање девизног курса динара према одабраним валутама у периоду од 2006-2013. године (подаци на крају периода)

	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
2006	79,0000	59,9757	117,8577	50,4760	49,1569
2007	79,2362	53,7267	107,3080	48,0016	47,8422
2008	88,6010	62,9000	90,8635	69,6604	59,4040
2009	95,8888	66,7285	107,2582	72,2054	64,4631
2010	105,4982	79,2802	122,4161	97,2782	84,4458
2011	104,6409	80,8662	124,6022	104,1825	85,9121
2012	113,7183	86,1763	139,1901	100,0689	94,1922
2013	114,6421	83,1282	136,9679	79,1399	93,5472

Извор: НБС, кретање девизних курсева.

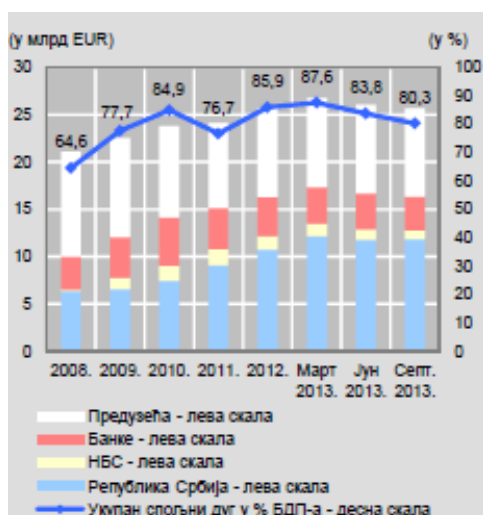
У оквиру ERM II одређује се централни паритет валуте према еврџ, а о висини централног паритета се морају договорити све државе чланице ЕМУ. Настоји се утврдити кретање курса око тако утврђеног централног паритета две године пре приступања ЕМУ, уз дозвољене границе флукуације од $\pm 2,25\%$. Поједини економски стручњаци, попут Steve H. Hanke-а²⁰⁷, након анализе стања у Србији, истичу да би за

²⁰⁷ <http://www.vibilia.rs/srpski/izvestaj/0508/Uvodjenje%20valutnog.pdf>.

њу можда најбоље решење било фиксирање курса динара на одређеном нивоу, односно увођење валутног одбора, јер је у земљама које су почеле са његовом применом, врло брзо уследио пад каматних стопа. Међутим, према његовим речима, то је нереалан сценаријо са Србију, обзиром да такво решење захтева много уређенији финансијски систем и значајна фискална прилагођавања. Али, систем валутног одбора у себи крије бројне недостатке о којима је већ било речи, и који би посебно у Србији дошли до изражаја. Ово се пре свега односи на негативно искуство из прошлости, постојање вишеструких девизних курсева, као и оживљавање црног тржишта девиза. Обзиром на неопходност смањења јавне потрошње приликом преласка на фиксни девизни курс, то би угрозило буџетске кориснике и онемогућило евентуални раст зарада истих, јер би количина домаћег новца била детерминисана приливом стране валуте у односу на коју је фиксиран курс, у овом случају евра. Услед губитка аутономног вођења монетарне политике и немогућности истовремене контроле количине новца и девизног курса у режиму валутног одбора, за Србију је ипак постојећи режим руковођено флексибилног курса динара јефтинија опција. Овај режим је одабран у сагласности са ММФ, као најмање ризичан за Србију у постојећим условима које карактерише неконкурентност, технолошки застарела и слабо организована извозна политика. Задатак монетарне политике је и очување стабилности девизног курса, спречавње обезвређења домаће валуте, осим у случају када се слабом депресијацијом, у кратком року, жели подстаћи извоз и побољшати међународна конкурентска позиција.

Што се фискалних критеријума конвергенције тиче и њиховог тренутног нивоа, висина јавног дуга (као проценат оствареног друштвеног производа) се повећала са 63,3 у 2006. години, на 74,1 у 2009. години. На крају 2009. године укупан спољни дуг Републике Србије достигао је износ од 22,8 милијарде евра. У току прва три тромесечја 2009. године, спољни дуг је остао готово непромењен, док је у четвртном тромесечју повећан за 4,6%. Међутим, због пада економске активности у 2009. години, његово учешће у друштвеном производу је у тој години повећано за 9,6 п.п.²⁰⁸

График 26: Спољни дуг РС према сектору дужника у односу на БДП



Извор: Народна банка Србије (2009) Анализа дуга Републике Србије, децембар, п. 4.

²⁰⁸ Народна банка Србије (2009) Анализа дуга Републике Србије, децембар, стр. 1.

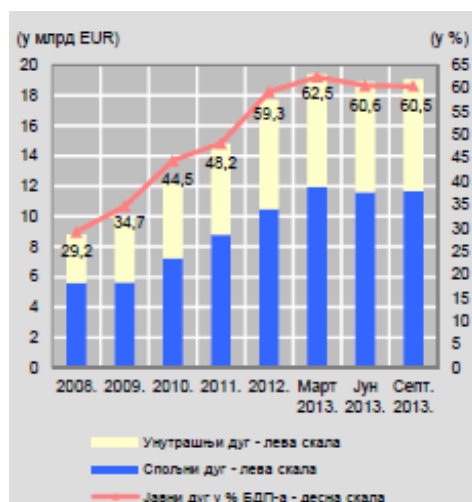
Табела 29: Учешће јавног дуга у БДП Србије од 2000. године до 31.12.2013. године

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
104,8	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	30,8	29,2	34,7	44,5	48,2	59,3	61,2

Извор: Министарство финансија²⁰⁹ (2010) Извештај о развоју Србије, стр. 7 и Народна банка Србије²¹⁰ (2013) Анализа дуга Републике Србије, мај, стр. 7

Након изузетно високих стопа јавног дуга 2000. године, учешће јавног дуга у бруто друштвеном производу је имало тенденцију пада све до 2008. године, када је и достигао најнижу вредност од 29,2 проценат БДП. Након тога је уследио његов раст, како је приказано у табели. У 2013. години највеће учешће јавног дуга је забележено у марту (62,5 процената БДП) да би на крају године износило 61,2 процената БДП.

График 27: Јавни дуг Републике Србије



Извор: Народна банка Србије (2013) Анализа дуга Републике Србије, септембар, п. 7.

Валутна структура укупног спољног дуга није знатно измењена – учешће евра у укупном спољном дугу износи 70,8%, долара 21,3%, специјалних права вучења 5,2%, швајцарског франка 2,0% и осталих валута 0,7%.

Што се другог фискалног критеријума тиче, висине буџетског дефицита, као процента бруто друштвеног производа, његове вредности значајно одступају од предложених 3%. Наредни график показује кретање дефицита текућег рачуна и фискалног дефицита, као процента бруто друштвеног производа у Србији, у периоду од 2005-2010. године. Највећа вредност је забележена 2008. године (-18,1%), али је охрабрујуће његово смањење у наредном периоду на ниво од -5,7%.

²⁰⁹ Подаци се односе на период 2001-2007. године.

²¹⁰ Подаци се односе на период 2008-2013. године.

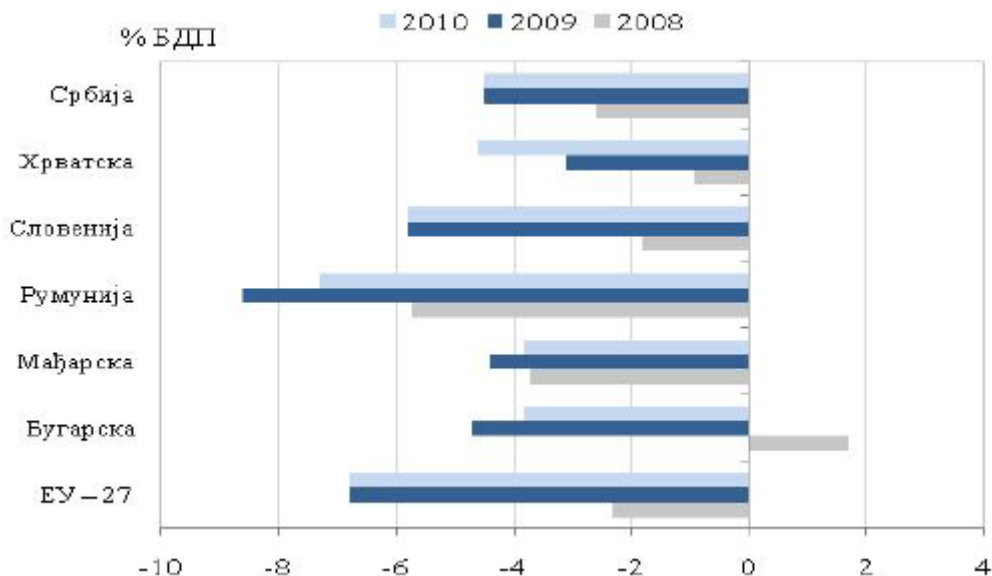
График 28: Дефицит текућег рачуна и фискални дефицит у Србији



Извор: Министарство финансија (2010) Извештај о развоју Србије, стр. 11.

Фискална позиција државе током 2009. и 2010. године погоршавала се уз значајно смањење прихода који су резултирали продубљавањем фискалне неравнотеже. Буџетски дефицит је са 0,5 процената БДП-а у 2005. години, повећан на 4,6 процената у 2010. години. Дефицит текућег рачуна је са 8,5% БДП-а у 2005. години, повећан на 21,5% у 2008. години, па је у 2009. и 2010. години смањен на 7,0% БДП-а. Покушај ублажавања буџетског дефицита се огледао у примени смањења и замрзавања плата и пензија, што је било у складу са програмом који је подржао ММФ.

График 29: Фискални дефицит



Извор: Министарство финансија (2010) Извештај о развоју Србије, стр. 11.

У поређењу са другим земљама, Србија је чак имала нижи буџетски дефицит од земаља које су приказане на графикону, осим Хрватске, у 2009 и 2010. години. Буџетски дефицит је у 2011. години је износио 158,3 милијарде динара, или 4,7 процената БДП,

што је за 5 милијарди динара већи дефицит од 153,4 милијарде динара (4,5 процената БДП) који је планиран у складу са фискалним правилима. До нешто већег дефицита од планираног је дошло услед чињенице да су остварени јавни приходи били за око 10 милијарди динара мањи од оних који су планирани у септембру, када је усвојен ребаланс буџета Републике и дефинисан фискални оквир за 2011. годину.²¹¹ Дефицит у 2012. години од 217 милијарде динара (6,6 процената БДП) је био у складу са ребалансом буџета за ту годину, мада су и јавни приходи и јавни расходи били знатно мањи од плана. Од плана су највише одступили приходи од акциза (дуван), непорески приходи и ПДВ. Јавни расходи су у односу на план били мањи за око 30 милијарди динара, првенствено као последица мањег извршења од планираних расхода за набавку робе и услуге.²¹²

За сада, Србија је далеко од испуњења критеријума конвергенције, осим у погледу нивоа јавног дуга, мада је и он у 2013. години био ван оквира од 60 процената БДП. Што се осталих критеријума тиче, биће неопходно пре свега истрајати у настојањима да се изврше структурна прилагођавања привреде у наредном периоду, да се инфлација сведе у планиране оквире, што би требало да има позитиван ефекат и на вредности осталих критеријума конвергенције. Иако је још увек рано правити анализу ових критеријума у Србији, јер је њено чланство у Европској монетарној унији за сада део далеке будућности, ипак је веома битно анализирати тренд кретања ових варијабли и континуитет у њиховом достизању.

4. Да ли Србија може функционисати ван ЕМУ?

Чланство у Европској унији обезбеђује подлогу и припрема земљу за увођење заједничке валуте, односно евра. У претходном делу је приказано колико је Србија, за сада, испунила критеријуме конвергенције, односно да је она још увек далеко од испуњења услова за прихватање евра. О другој опцији, односно задржавање националне валуте унутар ЕУ готово да се и не може говорити. Србију не можемо упоредити са Великом Британијом или Данском које су одлучиле да задрже своје националне валуте, и оне не могу послужити као репер (benchmark) за Србију. Србија по величини спада у мале земље, има нестабилну домаћу валуту, а као најзначајнији трговински партнери се јављају емље из ЕУ. Да би се избегли трошкови конверзије и остали трансакциони трошкови, треба тежити што бржем достизању критеријума конвергенције, и прихватању евра као заједничке валуте.

²¹¹ Фискални савет Републике Србије (2011) Оцена испуњености фискалних правила у 2011. години.

²¹² Фискални савет Републике Србије (2013) Оцена фискалних кретања у 2012. години и изазови у 2013. и 2014. години, март, стр. 4.

Табела 30: Извоз и увоз Србије

Године	Извоз (у милионима евра)	Увоз (у милионима евра)
2004	2.831,6	8.620,7
2005	3.608,3	8.434,2
2006	5.102,5	10.460,7
2007	6.432,6	13.808,4
2008	7.428,8	16.283,0
2009	5.961,3	11.327,0
2010	7.393,4	12.423,5
2011	8.441,4	14.250,0
2012	8.836,7	14.782,2

Извор: Републички завод за статистику, Извоз и увоз Републике Србије по месецима, <http://webrzs.stat.gov.rs/>.

Најзначајнији трговински партнери Србије су управо земље из ЕУ, што са становишта спољнотрговинске равнотеже Србије говори у прилог настојању елиминисања свих преосталих препрека у трговини, пре свега трошкова замене једне валуте за другу. Укупна размена Србије са ЕУ 25 је 2006. године износила 7,76 милијарде евра, што представља повећање у односу на претходну годину од 26%. Исте године извоз роба из Србије у ЕУ је повећан чак за 38%, што указује на значајан раст извоза. Његова апсолутна вредност је износила 2,7 милијарди евра, што је 52,5% укупног извоза Србије. Увоз робе из ЕУ је у 2006. години порастао за 20% (апсолутна вредност је 5,08 милијарди евра, односно 48,5% укупног увоза Србије из света). У периоду јануар-јун 2007. године настављена је динамика раста извоза у ЕУ и то за 33%, као и увоза из ЕУ – 30%. Учешће ЕУ у укупној размени Србије у 2007. години је било у порасту у односу на претходну годину, па је ЕУ у укупном извозу Србије учествовала са 58,1%, односно у увозу 55,4%.

График 30: Робна размена Србије са иностранством, 2010. година (у милионима евра)



Извор: Републички завод за статистику, 2010.

Укупна вредност робне размене у 2010. години је износила 20.155,9 милиона евра, што је за 17,6% више у односу на претходну годину, али за 12,7% мање у односу на 2008. годину (односно 26.668,7 милиона долара, што је за 11,2% више у односу на 2009. годину, односно за 21,7% мање у односу на 2008. год.). Најважнији трговински партнери Србије су земље ЕУ, у чије чланице је пласирано робе у вредности од 4.272,0 милиона евра, што представља 57,4% укупног извоза. Истовремено, Србија је увезла из ЕУ робе у вредности од 6.977,8 мил евра, што чини 54,9% купног увоза. Посматрано по земљама, у наредној табели су представљени најзначајнији спољнотрговински партнери Србије за 2009. годину и 2010. годину.

Табела 31: Главни спољнотрговински партнери Србије

Земља	Извоз 2009. (у мил. евра)	Увоз 2009. (у мил. евра)	Извоз у %, 2010.	Увоз у %, 2010.
Руска Федерација		1638,9		13
Италија	847,5	1078,1	12	8
Босна и Херцеговина	826,3		11	
Немачка	770,3	1389,4	10	11
Црна Гора	614,5		8	
Румунија	490,8		7	
Кина		985,1		8
Мађарска		530,3		4

Извор: Републички завод за статистику, 2010.

Најзначајнији спољнотрговински партнери у прва три месеца 2010. године били су Русија, Немачка и Италија и са њима је остварена спољнотрговинска размена од 1,83 милијарде долара, што чини 32% укупне робне размене српске економије са иностранством. У поређењу са 2009. годином, повећана је робна размена са БиХ за 8,8%, са Македонијом 12,7%, док је у размени са Црном Гором дошло до смањења за 19,4%. У Италију је извезена роба у вредности од 249,8 милиона долара, односно за 39,4% више него у првом тромесечју претходне године. Према подацима Републичког завода за статистику, укупна спољнотрговинска робна размена Републике Србије за период јануар-децембар 2013. године је износила 26.462,1 милиона евра, што представља пораст од 12,8% у односу на исти период претходне године. Извоз робе, имао је вредност од 10.999,0 милиона евра, што представља повећање од 25,8% у односу на исти период претходне године. Увоз робе је такође био у порасту и то за 5,15% у односу на исти период претходне године, са апсолутном вредношћу од 15.463,1 милиона евра. Дефицит је износио 4.464,1 милиона евра, и у односу на исти период претходне године, забележено је смањење од 25,3%. У поређењу са истим периодом претходне године, повећана је и покривеност увоза извозом за 11,8%. Појединачно посматрано, главни спољнотрговински партнери у извозу, у милионима

америчких долара, били су Италија (2381,7) Немачка (1737,6), Босна и Херцеговина (1.179,5), Руска федерација (1.061,6) и Црна Гора (837,0). Што се увоза тиче, главни спољно-трговински партнери су били Италија (2.356,9) Немачка (2.246,8) Руска федерација (1.902,8) Кина (1.509,9) и Мађарска (1.010,9). Италија и Немачка су најзначајнији трговински партнери Србије и у претходном периоду, а највероватније ће остати и у наредном периоду. У увозу, главни спољнотрговински партнери, у милионима америчких долара, били су Италија (2.356,9) Немачка (2.246,8) Руска федерација (1.902,8) Кина (1.509,9) и Мађарска (1.010,9). Земље чланице Европске уније су у 2013. години чиниле 62,2 % укупне размене, што значи да се из године у годину повећава вредност остварене размене са земљама Европске уније.

Остварени обим размене зависи од кретања бруто друштвеног производа и стопе инфлације у Србији, а у наредној табели је представљена тенденција њиховог кретања, у поређењу са земљама у окружењу.

Табела 32: Регионално окружење, раст бруто друштвеног производа и кретање инфлације, у процентима

		2012	2013	2014	2015
Раст БДП, у процентима	Бугарска	1,0	1,5	2,5	3,5
	Румунија	0,9	2,5	3,0	3,3
	Босна и Херцеговина	0,0	1,0	2,5	3,5
	Црна Гора	0,2	1,5	2,0	2,0
	Мађарска	-1,0	0,8	1,6	1,7
	Хрватска	-1,1	1,0	1,5	2,0
	Македонија	1,0	2,0	3,5	4,2
	<i>Србија</i>	-2,0	2,0	3,5	4,0
Инфлација, просек периода, у процентима	Бугарска	1,9	2,3	2,8	3,0
	Румунија	2,9	3,2	3,0	2,9
	Босна и Херцеговина	2,2	2,1	2,2	2,4
	Црна Гора	3,4	3,0	3,5	3,4
	Мађарска	5,6	3,5	3,0	3,0
	Хрватска	3,0	3,0	3,0	3,0
	Македонија	2,0	2,0	2,0	2,0
	<i>Србија</i>	7,5	11,1	4,8	4,5

Извор: Влада Републике Србије, Фискална стратегија за 2013. годину, са пројекцијама за 2014. и 2015. годину, стр. 13.

Од посматраних земаља, једино је Румунија у 2013. години имала већу стопу раста бруто друштвеног производа од Србије, али се као главни проблем у Србији јавља стопа инфлације, која је 2013. године забележила чак 11,1%, што је неупоредиво више од стопе инфлације и у земљама представљеним у табели, и од осталих земаља Европске уније. Ово указује на неуспех монетарних власти у Србији да остваре планиране стопе инфлације, чиме се нарушава функционисање целокупног финансијског система.

Имајући на уму досадашњи економски раст и развој у Србији, њено стратешко опредељење и главне трговинске партнере, да би се наставиле тенденције економског опоравка, њена будућност је у пуноправном чланству у Европској унији, а потом и прихватању евра као званичне валуте. Велики број фактора утиче на динамику европских интеграција, од политичких до економских. Не може се са прецизношћу предвидети када би био оптималан моменат прикључења Србије Европској унији, али ће у наставку бити представљено истраживање које може помоћи у одређивању тог момента. Искуства земаља које су чланице ЕУ и остварене перформансе пре и након приступања су послужила за одређивање најбољег момента, са становишта испуњености економских критеријума, за почетак деловања Србије унутар нове заједнице.

Глава 9.

ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ ОПТИМАЛНОГ МОМЕНТА ПРИКЉУЧЕЊА СРБИЈЕ ЕВРОПСКОЈ УНИЈИ

1. Концептуални оквир емпиријског истраживања

Народна банка Србије има веома важан задатак који се састоји у припремању монетарне политике Србије за чланство у Европској унији, а потом и чланство у Европској монетарној унији. Како је већ истакнуто, не може се са сигурношћу предвидети моменат добијања пуноправног чланства, али је сврха истраживања које је спроведено да покаже када би, са становишта економских индикатора који су се потврдили као значајни индикатори земаља чланица ЕУ, то за Србију био најповољнији период. У складу са начелном сврхом, основни циљеви спроведеног истраживања су:

- Праћење кретања одабраних економских индикатора за дужи временских период у земљама чланицама ЕУ и онима које то нису, и дефинисање оних варијабли које би могле да послуже као индикатори за чланством у ЕУ и ЕМУ,
- На основу издвојених варијабли, утврдити ниво чије се достизање може означити као најповољнији тренутак приступања Србије ЕУ и ЕМУ,
- Након достизања утврђеног нивоа могу се очекивати позитивни ефекти приступања Србије Европској Унији и избегавање сценарија оних земаља које су прерано, у смислу недовољне припремљености, постале чланице ЕУ и ЕМУ.

Сврха истраживања је да укаже на неопходност адекватне припреме економске политике земље која жели да постане чланица АУ, не само са аспекта испуњених критеријума који су дефинисани од стране ЕУ, већ и на основу искуства земаља које су прошле кроз исти процес прилагођавања утврдити које су то нивои економских варијабли који су карактеристични за земље чланице ЕУ и којима потенцијални кандидати треба да теже.

2. Методологија емпиријског истраживања

Модел који ће бити коришћен у дисертацији је примена ROC криве са циљем да се укаже на могућности које нуди ROC-анализа у економским интерпретацијама резултата (Receiver Operating Characteristic Curve), као веома популарног статистичког модела у другим наукама са могућношћу графичког приказивања добијених резултата. Receiver Operating Characteristic Curve- ROC крива је графичка техника која је више од 30 година веома популарна, посебно у лабораторијској медицини. Примена ове

технике је започела током Другог светског рата за евалуацију лажно позитивних и стварно позитивних сигнала на екрану радара. Касније је адаптирана од стране радиолога и лабораторијских научника за евалуацију сензитивности и специфичности у медицини. Када се сензитивност и специфичност теста израчунају за читав низ вредности, могуће је конструисати ROC криву која повезује сензитивност (вероватноћу тачног детектовања присуства особине) и специфичност, (вероватноћу нетачног детектовања присуства особине). Свака тачка ROC криве представља уређени пар (сензитивност, 1-специфичност) који одговара појединачној вредности променљиве. Када се разматрају резултати одређеног теста у две популације посматраних земаља, нпр. једну популацију успешних земаља и другу неуспешних, ретко се добија потпуно раздвајање између ове две популације. Некада ово раздвајање треба извести на основу вредности непрекидне случајне променљиве (нпр. величине БДП, кретање каматних стопа, јавног дуга, стопе инфлације). Често не постоји праг такав да вредности променљиве изнад (испод) њега значе којој групи (успешна, неуспешна) земља припада. У таквим ситуацијама је потребно да се одреди праг (cut-off) који најбоље раздваја две популације. Један од начина да се одреди праг је да то буде она вредност променљиве за коју је производ сензитивности и специфичности максималан. Нека променљива може утолико боље да послужи за тестирање (тачније раздвајање успешних од неуспешних земаља) уколико је површина испод криве (area under ROC curve - AUROC) већа. Што је површина ближа броју 0,5 променљива је мање погодна као маркер, а што је ближа броју 1 променљива је погоднија као маркер (индикатор).

Поред примене описаног модела, у анализи је коришћена и линеарна регресиона анализа, као и униваријантна и мултиваријантна бинарна логистичка регресиона анализа. Регресиона анализа служи за утврђивање интензитета промена зависно променљиве варијабле, које су повезане са променама независно променљивих варијабли. регресионим моделом је могуће утврдити везу, односно повезаност између зависне и независне варијабле, и то на начин да се тачно може одредити колику промену зависне (категоријске) варијабле изазива јединична промена независне варијабле. Логистичка регресија омогућава испитивање модела за предикцију категоријских исхода, са две или више категорија. Бинарна логистичка регресија се користи да испита зависност једне бинарне променљиве од једне или више независних променљивих. Обично се узима да су вредности бинарне променљиве 0 и 1. Независне променљиве могу да буду нумеричке и категоријске. Те променљиве се називају предикторске променљиве, јер се помоћу њих предвиђа вероватноћа да бинарна променљива добије вредност 1. Једначина бинарне логистичке регресије је

$$\ln(p/(1-p)) = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_nx_n,$$

где је p вероватноћа да бинарна променљива добије вредност 1, а $a_0, a_1, a_2, \dots, a_n$ су непознати коефицијенти, који треба да се одреде. Из претходне једначине се добија

$$p = \exp(a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_nx_n) / (1 + \exp(a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_nx_n)).$$

Одређивање коефицијената $a_0, a_1, a_2, \dots, a_n$ је доста сложено и за њихово одређивање се користи рачунар. Бинарна логистичка регресија показује које променљиве утичу на зависну бинарну променљиву, а које не утичу. Важан податак регресионе анализе је количник вероватноће (odds ratio) који представља промену вероватноће припадања једној категорији исхода, када се вредност одређеног предиктора повећа за једну мерну јединицу. Након спроведене униваријантне бинарне логистичке регресионе анализе, када се предиктори укључују појединачно у модел, примењена је мултиваријантна регресиона анализа, када се у модел укључују они предиктори, чије су промене значајно утицале на промену критеријумске варијабле, заједно. Критеријумска варијабла је чланство у Европској унији, односно чланство у Европској монетарној унији, док се као предиктори коришћене одабране макроекономске варијабле.

3. Анализа података

За анализу су коришћени подаци за 41 земљу, 27 чланица ЕУ (Аустрија, Белгија, Бугарска, Кипар, Чешка, Данска, Естонија, Финска, Француска, Немачка, Грчка, Мађарска, Ирска, Италија, Латвија, Литванија, Луксембург, Малта, Холандија, Пољска, Португалија, Румунија, Словачка, Словенија, Шпанија, Шведска, Велика Британија) и 14 земаља које су ван Европске уније, али са тенденцијом приступања (Србија, Швајцарска, Хрватска, Црна Гора, Турска, Босна и Херцеговина, Македонија, Белорусија, Молдавија, Украјина, Азербејџан, Грузија, Арменија, Албанија) у периоду од 1997-2011. године. Варијабле које су коришћене у анализи изабране су у циљу обухватања најзначајнијих макроекономских индикатора - кретање БДП (у милионима евра), кретање БДП по глави становника, израженог паритетом куповне моћи, раст реланог БДП, кретање каматних стопа, кретање стопе инфлације, незапослености, девизног курса, токове новца, висину јавног дуга, биланс текућег рачуна (као проценат БДП) величину популације посматраних земаља, директне инвестиције у иностранству (као проценат БДП) трговина (као проценат БДП) раст БДП по глави становника (годишње процентуалне промене). Извор података је статистичка база Европске уније (Eurostat) и статистичка база Светске банке (World Bank Data). Циљ је утврдити на основу које од посматраних варијабли би се земље могле сврстати у чланице или нечланице Европске уније, односно у чланице и нечланице Европске монетарне уније. На основу тако добијене варијабли, циљ је предвидети оптимално време прикључења Србије Европској унији и даљи развој у оквиру ње.

4. Резултати емпиријског истраживања

Формирана база података је обухватила кретање одабраних макроекономских варијабли у периоду од 10 година. Подаци за последњу годину која је обухваћена анализом, 2001. годину, су представљени у наредној табели. Она садржи податке о просечним вредностима макроекономских варијабли, одступањима од просечних вредности (стандардним девијацијама), као и статистичку значајност разлика између просечних вредности, где је критеријум поделе земаља у две групе чланство у Европској унији.

Како је већ истакнуто, анализа је обухватила 41 земљу, 27 које су чланице Европске уније и 14 које нису, а подаци који се односе на просечне вредности посматраних економских варијабли, стандардне девијације и значајност разлике у зависности од чланстава у ЕУ, приказане су у наредној табели.

Табела 33: Дескриптивна статистика, подаци из 2011. године

Варијабле	Чланице ЕУ	Нису чланице ЕУ	р
Јавни дуг, проценат БДП	65,274 ± 35,793	65,941 ± 31,201	0,964
Раст реалног БДП, (промена у односу на претходну годину)	1,893 ± 2,686	3,887 ± 2,724	0,040
Реалан девизни курс, 2005=100	107,713 ± 13,414	114,9539 ± 18,71209	0,250
Стопа инфлације, НЦР	3,281 ± 1,048	9,074 ± 13,062	0,121
Девизни курс ЕCU/EUR у односу на националну валуту	13,066 ± 53,439	25,727 ± 41,157	0,565
Незапосленост	10,007 ± 4,305	15,100 ± 7,234	0,078
Популација	18607581,556 ± 23544436,852	12758774,500 ± 20787969,190	0,438
БДП по глави становника, изражен паритетом куповне моћи ²¹³ , ЕУ 27=100	98,852 ± 43,387	42,500 ± 35,749	0,000
БДП у милионима евра	468565,663 ± 696214,867	161585,3314 ± 243372,79140	0,264
Биланс текућег рачуна, проценат БДП	-0,489 ± 4,460	-7,073 ± 11,438	0,013
Директне инвестиције у иностранству, проценат БДП	23,178 ± 110,458	0,133 ± 0,153	0,725
Реална каматна стопа, у процентима	3,047 ± 2,558	4,163 ± 10,595	0,749
Трговина, %БДП	126,74 ± 62,373	101,122 ± 29,472	0,157

²¹³ Паритет куповне моћи - purchase power standard PPS.

Суфицит/дефицит новца, проценат БДП	-2,414 ± 2,845	-2,330 ± 1,259	0,955
Нето приливи директних страних инвестиција, проценат БДП	4,533 ± 6,526	5,531 ± 3,447	0,597
Нето одливи директних страних инвестиција, проценат БДП	23,776 ± 109,357	0,829 ± 1,729	0,457
БДП по глави становника, изражен паритетом куповне моћи	27084,730 ± 11422,643	11100,907 ± 8905,649	0,000

Ова табела показује просечне вредности у 2011. години анализираних варијабли, као и њихово одступање од аритметичке средине (стандардна девијација). Значајније разлике просечних вредности између земаља које јесу и оних које нису чланице Европске уније, су потврђене код стопе раста реалног БДП (процентуална промена у односу на претходну годину), при чему та стопа износи 3,8875 код земаља које нису чланице, а 1,8926 код земаља чланица ЕУ, и разлика је статистички значајна ($p = 0,040 < 0,05$). Већа стопа раста код земаља које нису чланице ЕУ би могла бити резултат нижих апсолутних вредности бруто друштвеног производа, код кога се повећање изражава већим релативним бројевима.

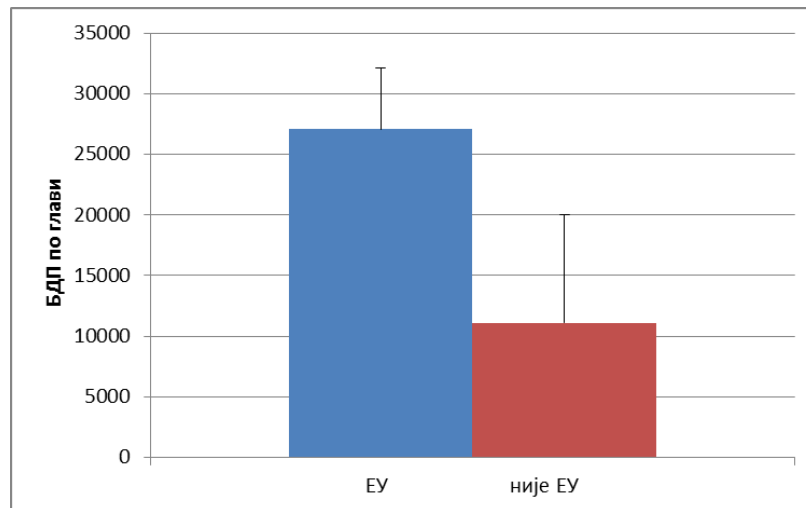
Просечна стопа инфлације у земљама које нису чланице ЕУ је скоро три пута већа него код чланица (9,0743:3,2815) иако је и у земљама Европске уније просечан ниво инфлације (3,2815) изнад нивоа који је дефинисан као циљ (2%). Ипак, разлика стопа инфлације се није показала статистички значајном ($p = 0,121 > 0,05$) између ове две групе земаља. Стопа незапослености је такође већа у земљама које су изван Европске уније, и то око 50% (15,1:10,0074), и мада је $p = 0,078 > 0,05$, ипак би се ова разлика могла сматрати статистичку значајном. Бруто друштвени производ по глави становника²¹⁴ је 2,3 пута већи у земљама чланицама Европске уније (98,8519:42,5000) и та разлика је статистички значајна ($p = 0,000 < 0,05$). Статистичка значајност је потврђена и код разлике апсолутних вредности бруто друштвеног производа по глави становника, изражен паритетом куповне моће ($p = 0,000 < 0,05$).

Биланс текућег рачуна, као проценат БДП, показује много већи дефицит у земљама које нису чланице Европске уније ((-7,0729) : (-0,4889)) и то 14,47 пута већи, и та је разлика на нивоу значајности од 95% статистички значајна ($p = 0,013 < 0,05$). Остале разлике у просечним вредностима посматраних економских варијабли нису статистички значајне ($p > 0,05$). Како је приказано у табели, између земаља које јесу чланице Европске уније и оних које то нису, потврђена је статистички значајна разлика

²¹⁴ Коришћени су подаци за вредности бруто друштвеног производа по глави становника, изражени паритетом куповне моћи, представљени релативним бројевима, односно индексима, при чему је ЕУ27=100

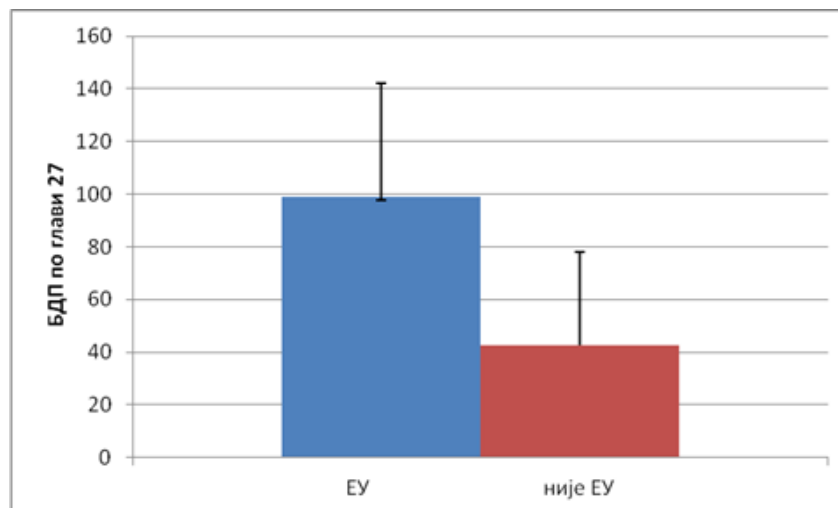
у просечним вредностима бруто друштвеног производа по глави становника, што је приказано на следећем графикону.

График 31: Бруто друштвени производ по глави становника у чланицама ЕУ и државама које су изван ЕУ, 2011. година



Следећи графикон показује разлику у вредностима БДП по глави становника чиј есу вредности представљене релативним бројевима, односно индексима, при чему је ЕУ27=100. Државе које су изван Европске уније су на нивоу који је испод 50.

График 32: Бруто друштвени производ по глави становника, ЕУ 27=100



Након приказане дескриптивне статистике, просечних вредности и стандардних девијација одабраних макроекономских варијабли у државама чланицама Европске уније и држава које су изван Уније, униваријантном бинарном логистичком регресијом је потврђено да на чланство у ЕУ значајно утиче биланс текућег рачуна, као проценат БДП ($p = 0,018 < 0,05$). Количник шансе (odds ratio) је 1,194 (1,031-1,384) што значи да његово повећање за један повећава шансу да земља буде чланица Уније за 19,4%.

Бруто друштвени производ по глави становника изражен индексима (ЕУ27=100) униваријантном бинарном логистичком анализом је потврђено да његова вредност значајно утиче на чланство у ЕУ ($p = 0,002 < 0,05$). Odds ratio је 1,060 (1,022 – 1,099), што значи да његово повећање за 1 повећава шансу да земља буде чланица Уније за 6%.

И када се посматрају апсолутни износи бруто друштвеног производа по глави становника, изражени паритетом куповне моћи, униваријантна логистичка регресиона анализа даје сличне резултате. Због добијања прецизнијих резултата. Креирана је нова варијабла (која је добијена дељењем апсолутних вредности са 1000), и за њу је потврђен утицај који је статистички значајан, на чланство у ЕУ ($p = 0,003 < 0,05$). Odds ratio је 1,228 (1,177 – 1,282) што значи да његово повећање за једну хиљаду, повећава шансу да земља буде чланица Уније за 22,8%.

Variables in the Equation									
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
								Lower	Upper
Step 1 ^a	BalanceinpercentofGDP	.178	.075	5.583	1	.018	1.194	1.031	1.384
	Constant	1.531	.536	8.160	1	.004	4.625		
a. Variable(s) entered on step 1: BalanceinpercentofGDP.									
Variables in the Equation									
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
								Lower	Upper
Step 1 ^a	GDP27	.058	.019	9.740	1	.002	1.060	1.022	1.099
	Constant	-3.116	1.156	7.271	1	.007	.044		
Variables in the Equation									
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
								Lower	Upper
Step 1 ^a	GDP_1000	.206	.022	89.811	1	.000	1.228	1.177	1.282
	Constant	-2.731	.334	66.693	1	.000	.065		
a. Variable(s) entered on step 1: GDP_1000.									

Након примењене униваријантне бинарне логистичке анализе и издвајања оних варијабле које појединачно утичу на чланство у Европској унији, примењена је мултиваријантна регресиона анализа, укључивањем тако издвојених варијабли, заједно у модел. Мултиваријантна бинарна логистичка регресија показује да на чланство у ЕУ значајно утиче само БДП по глави становника ($p = 0,002 < 0,05$). Odds ratio је 1,236 (1,084 – 1,410), што значи да његово повећање за једну хиљаду, повећава шансу да земља буде чланица Уније за 23,6 %.

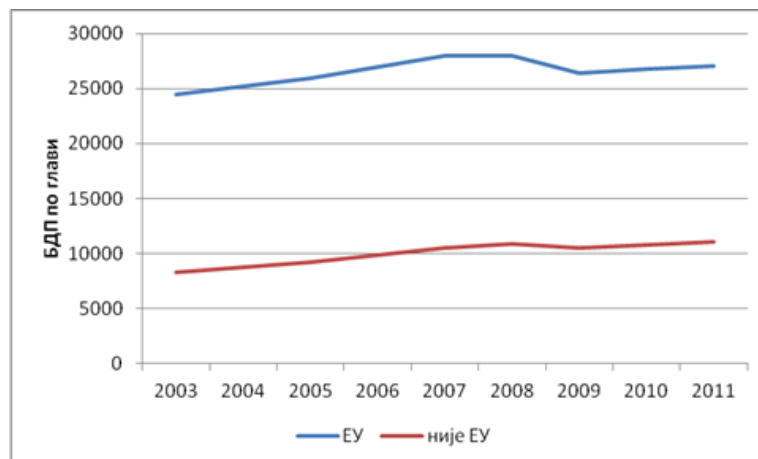
Како је БДП по глави становника макроекономска варијабла која најбоље одражава остварени ниво економског развоја, и значајно утиче на чланство у ЕУ, у следећој табели су представљене његове просечне вредности и одступања (стандардне девијације) у чланицама ЕУ и државама које су изван ње. У посматраном периоду од девет година, дошло је до раста БДП по глави становника у свим земљама, уз малу промену одступања његовог износа од просечне вредности.

Табела 34: Бруто друштвени производ по глави становника, период 2003-2011. године

Година	Чланице Европске уније		Државе изван Европске уније	
	Аритм. Сред.	СД	Аритм. Сред.	СД
2003	24445	11587	8320	8459
2004	25175	11733	8779	8551
2005	25914	11912	9251	8656
2006	26916	12073	9852	8837
2007	27968	12421	10501	9000
2008	28000	11929	10903	9006
2009	26370	11387	10500	8723
2010	26760	11513	10806	8862
2011	27084	11422	11100	8905

Наредни графикон илуструје тренд кретања БДП по глави становника у земљама које су чланице ЕУ и одабраним земљама које нису њене чланице, од којих већина претендује да једног дана постане њен део. Потврђен је раст БДП по глави становника све до 2008. године, с тим што је тај раст био већи у земљама чланицама ЕУ. Након тога следи његов пад, који је такође израженији у земљама ЕУ у односу на пад који је уследио и у земљама које се налазе ван ЕУ.

График 33: БДП по глави од 2003 до 2011.



У анализу је укључена и година приступања Унији, а корелациона анализа је показала да су година приступања Унији и БДП по глави становника, у негативној корелацији ($r = -0,667$, $p < 0,0005$), што значи да су Унији прво приступиле земље које су имале веће вредности БДП по глави становника.

Линеарна регресиона анализа указује на условљеност промене зависне варијабле када се независна варијабла мења. Линеарна регресиона права, која показује како година приступања ЕУ (зависна варијабла) зависи од вредности БДП по глави становника (независна варијабла), је

$$\text{Година пријема} = 2019.777 - 1.246 \cdot \text{БДП по глави становника.}$$

Када се у претходну једначину замене вредности БДП по глави становника у Србији, према подацима из 2011. године, добија се 2007. година као година приступања Унији, а према подацима из 2003. године, година пријема би била 2010. година. То значи да је у том периоду (2003-2011) дошло до раста БДП по глави становника у Србији, и да је тај раст условио убрзање приступања Унији од 3 године. Ово указује на чињеницу да према економским показатељима, и то оним који су се показали као индикатори чланства у ЕУ, Србија је већ требало да буде чланица Европске уније.

Групишући земље у зависности од године приступања Европској унији, анализирано је кретање одабраних макроекономских варијабли, њихових просечних вредности, а подаци су представљени у наредној табели.

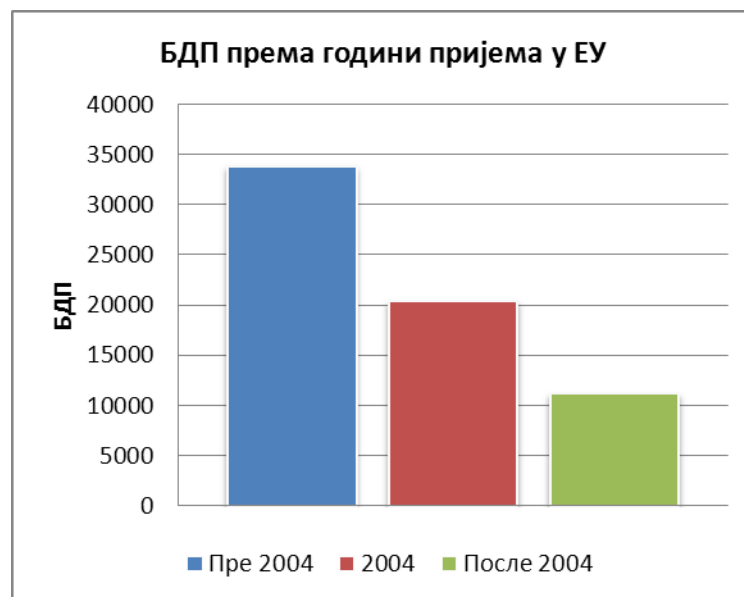
Табела 35: Дескриптивна статистика

Варијабле	Година пријема у ЕУ			p
	Пре 2004 (15 земаља)	2004 (10 земаља)	После 2004 (16 земаља)	
Јавни дуг, проценат БДП	80,95	49,71	56,95	0,027
Раст реалног БДП, (промена у односу на претходну годину)	0,9200	3,3400	3,6107	0,059
Стопа инфлације, НИСР	2,9267	3,5500	8,5150	0,110
Расходи владе, проценат БДП	50,2400	42,7600	35,7667	0,003
Незапосленост	9,6067	10,7400	12,8000	0,110
Популација	26630277	7416729	16610427	0,110
БДП у милионим евра	776925	82242	145117	0,007
Биланс текућег рачуна, проценат БДП	0,4267	-1,5500	-6,3554	0,318

Директне инвестиције у иностранству, проценат БДП	41,4867	0,3100	0,1600	0,576
Реална каматна стопа, у процентима	0,6620	3,6777	4,2807	0,791
Трговина, проценат БДП	113,19	160,87	99,96	0,026
Нето приливи директних страних инвестиција, проценат БДП	5,20	3,82	5,23	0,801
Нето одливи директних страних инвестиција, проценат БДП	41,73	1,56	0,75	0,009
БДП по глави становника, изражен паритетом куповне моћи	33709	20295	11131	0,009

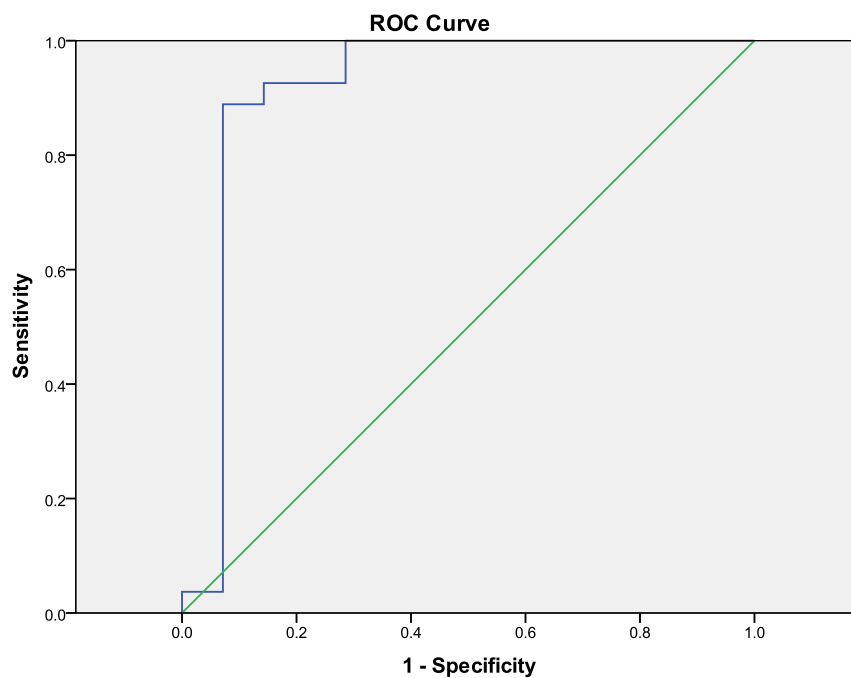
Статистички значајна разлика међу земљама које су до 2004. године биле чланице, као и оних које су те године приступиле Европској унији, и оних земаља за које су коришћени подаци након 2004. године, потврђена је за износе јавног дуга, као проценат БДП ($p = 0,027 < 0,05$), раст реалног БДП (промена у односу на претходну годину ($p = 0,059$ што се може узети као статистичка значајност) БДП у милионима евра ($p = 0,007 < 0,05$), трговину, као проценат БДП ($p = 0,026 < 0,05$) нето одливе директних страних инвестиција, проценат БДП ($p = 0,009 < 0,05$) а свакако статистички значајна разлика је потврђена за БДП по глави становника, изражен паритетом куповне моћи ($p = 0,009 < 0,05$). Следећи график илуструје податке из табеле.

График 34: БДП према години пријема у ЕУ



У циљу проналажења економске варијабле која може да послужи као индикатор који успешно класификује земље, а према чланству у ЕУ, примењен је претходно описани модел, ROC крива, који поред нумеричких вредности, даје и графичку интерпретацију добијених резултата.

График 35: ROC крива, подаци из 2011. године, класификација земаља према чланству у ЕУ



Area Under the Curve

Test Result Variable(s):GDP per capita in PPS

Area	Std. Error ^a	Asymptotic Sig. ^b	Asymptotic 95% Confidence Interval	
			Lower Bound	Upper Bound
.913	.067	.000	.782	1.000

Добијени резултати показују да БДП по глави становника може да буде показатељ (маркер) за чланство у Европској унији (area = 0,913, $p < 0,005$). Као оптимална тачка раздвајања земаља у овако формиране групе (члан ЕУ и оне које нису чланице ЕУ) добијена је вредност бруто друштвеног производа по глави становника од 16.000.

Табела 36: Број земаља у зависности од оптималне тачке раздвајања, и чланства у ЕУ

	Није члан ЕУ	Члан ЕУ
БДП по глави < 16000	13	3
БДП по глави \geq 16000	1	24

Претходна табела показује да је:

$$\text{Сензитивност} = 24 / (3 + 24) = 0.889 = 88,9 \%$$

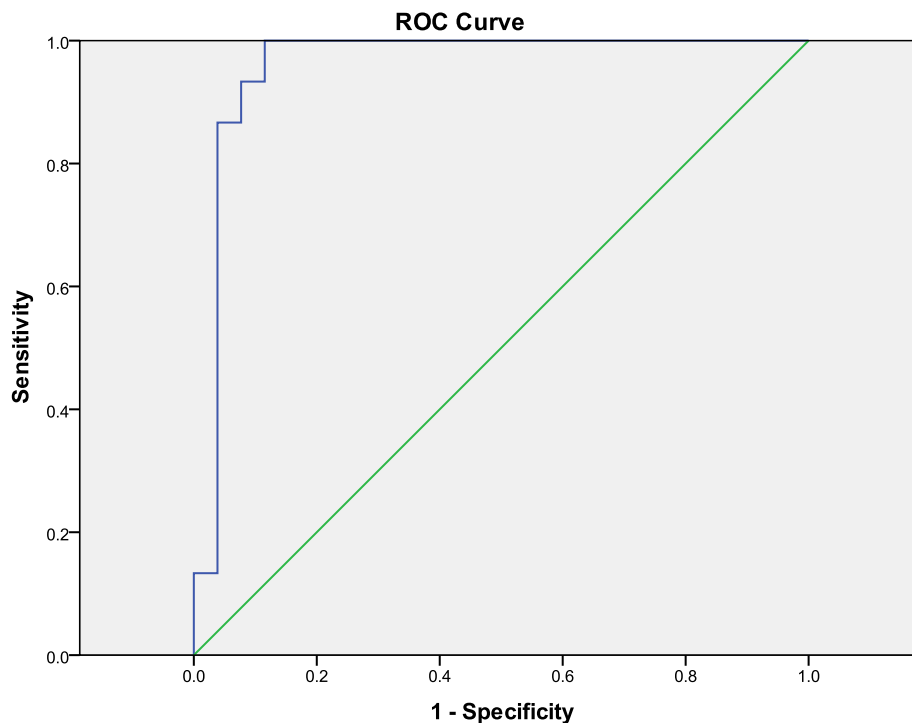
$$\text{Специфичност} = 13 / (13 + 1) = 0.929 = 92,9 \%$$

$$\text{Позитивна предиктивна вредност} = 24 / (1 + 24) = 0.960 = 96,0 \%$$

$$\text{Негативна предиктивна вредност} = 13 / (13 + 3) = 0.812 = 81,2 \%$$

Обзиром да су анализом обухваћени подаци у периоду од 1997-2011. године, модел се може применити и за вредности значајних економских варијабли у појединим годинама. Уколико се узму подаци из 2003. године за вредности БДП по глави становника, резултати примењеног модела су слични. И тада резултати ROC криве потврђују да БДП по глави становника може да буде добар показатељ, односно маркер који одређује припадност ЕУ ($\text{area} = 0,959$, $p < 0,0005$). У овом случају оптимална тачка раздвајања има вредност од 22.323. Ово потврђује ублажавање критеријума, односно смањење нумеричких вредности, што је условљено највећим проширењем Европске уније 2004. године, када су државе које имају мање вредности БДП по глави становника, постале чланице Уније.

График 36: ROC крива, подаци из 2003. године, класификација земаља према чланству у ЕУ



Area Under the Curve

Test Result Variable(s):GDP per capita in PPS

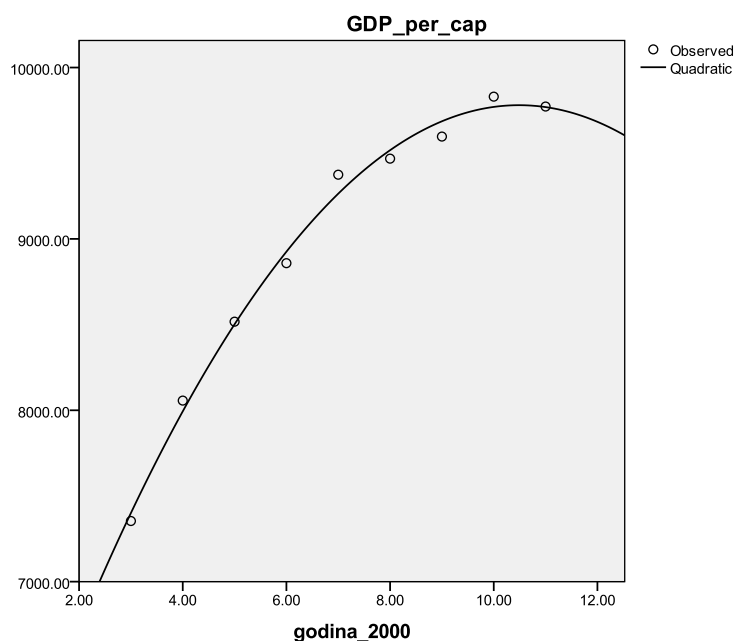
Area	Std. Error ^a	Asymptotic Sig. ^b	Asymptotic 95% Confidence Interval	
			Lower Bound	Upper Bound
.959	.034	.000	.892	1.000

Значај претходно спроведене анализе је да се ниво од 16.000 бруто друштвеног производа по глави становника, може означити као ниво чије би достизање могло да представља оптималан моменат прикључења Србије Европској унији. Вредност БДП по глави становника у Србији је 2011. године износила 9.830,15, што указује да је неопходно скоро дуплирати овај износ, па тек онда приступити Унији, да би се искористиле све предности чланства. Уколико би се остварила предвиђања о већим стопама раста БДП у Србији у наредном периоду, овај нумерички израз би брже могао бити достигнут.

На бази коришћених података, квадратна апроксимација између година и вредности БДП по глави становника, показује следеће:

	Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
	B	Std. Error	Coefficients		
			Beta		
VAR00003	890.372	63.533	2.851	14.014	.000
VAR00003 ** 2	-42.448	4.480	-1.928	-9.475	.000
(Constant)	5111.277	204.204		25.030	.000

$$\text{БДП по глави становника} = 5111 + 890 \cdot (\text{година} - 2000) - 42 \cdot (\text{година} - 2000)^2$$



За 2012. годину, добија се вредност БДП по глави становника од 9,743 (5111 + 10680 – 6048), а за 2013. годину се добија вредност БДП по глави становника од 9,583 (5111 + 11570 – 7098). Дакле, овај модел предвиђа да БДП по глави становника у Србији 2012. године буде 9,743 а 2013. године 9,583, односно модел предвиђа опадање БДП по глави становника у наредном периоду. Охрабрује чињеница да овом анализом нису обухваћене све економске варијабле које утичу на кретање БДП, па се у наредном периоду може утицати на остварење другачијих резултата.

Класификацијом земаља према чланству у Европској монетарној унији, добијени су следећи подаци, који су представљени у табели.

Табела 37: Бруто друштвени производ, по глави становника (године и чланство у Европској монетарној унији)

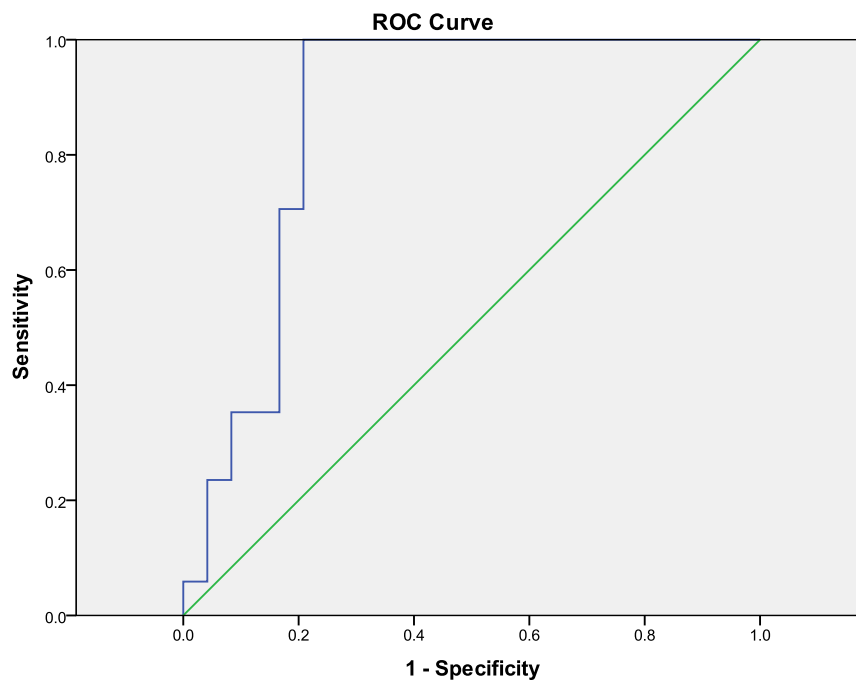
Година	Чланице Европске монетарне уније		Државе које су изван Европске монетарне уније	
	Аритм. Сред.	СД	Аритм. Сред.	СД
2003	28186	11197	12389	10062
2004	28862	11475	12999	10209
2005	29552	11807	13616	10353
2006	30545	12073	14392	10551
2007	31688	12586	15144	10671
2008	31637	12074	15451	10446
2009	29911	11405	14604	9934
2010	30255	11514	14978	10150
2011	30466	11472	15365	10223

Евидентна је разлика у оствареном БДП по глави становника у земљама које су чланице Европске монетарне уније и оних које то још увек нису, а ниво сигнификантности разлика у просечним вредностима БДП по глави становника је у свим годинама мањи од 0,05. Ипак, тренд кретања показује сличност и код једних и код других земаља обухваћених анализом. Иако је просечна вредност БДП по глави становника у земљама ЕМУ скоро двоструко већа, одступање вредности појединачних земаља од просека је приближно исто у оквиру Европске монетарне уније, као и код групе земаља које нису чланице монетарне уније. Нешто већи раст БДП по глави становника код земља које нису чланице ЕМУ је резултат реформи које се спроводе у циљу приступања монетарној унији.

Када се посматрају подаци за земље које су чланице ЕМУ и оне које још увек користе националну валуту, због очувања монетарног суверенитета или неиспуњености услова конвергенције, и тада се БДП по глави становника издваја као значајан индикатор

чланства у Европској монетарној унији ($area = 0,863$, $p < 0,005$), а оптимална тачка раздвајања, према критеријуму чланства у ЕМУ, је 20.000. Сензитивност износи 88,5%, а специфичност 79,2%. Добијени резултати указују да, уколико би се приступило ЕУ у тренутку када би БДП по глави становника у Србији износио 16.000, то би значило добру припремљеност привреде и за прихватање евра као заједничке валуте у краћем временском периоду, односно након достизања БДП по глави становника од 20.000.

График 37: ROC крива, подаци из 2011. године, класификација земаља према чланству у ЕМУ



Area Under the Curve

Test Result Variable(s):GDP per capita in PPS

Area	Std. Error ^a	Asymptotic Sig. ^b	Asymptotic 95% Confidence Interval	
			Lower Bound	Upper Bound
.863	.061	.000	.743	.983

Народна банка Србије, као централна монетарна институција у земљи, у сарадњи са осталим државним институцијама, треба да помогне стварању повољног привредног амбијента који ће омогућити повећање инвестиција, производње, запослености повећање БДП по глави становника. Важна карактеристика монетарне политике је њена конзистентност, коју Народна банка Србије у наредном периоду треба да очува. Чланство у Европској унији не треба да буде крајњи циљ, већ средство помоћу кога се могу искористити сви потенцијали Србије, који у супротном бивају заробљени. Чланство у ЕУ не треба да буде крајње решење и лек за нагомилане проблеме Србије.

На институцијама које су задужене за формулисање и имплементацију економске политике у земљи је одабир адекватних мера и инструмената, чијом применом ће се допринети убрзању привредног раста и остварењу планираних стопа раста БДП, можда и њиховом увећању, како би дошло до повећања БДП по глави становника у Србији. Активном монетарном и целокупном економском политиком, уз уважавање стручне, техничке, организационе и финансијске помоћи Европске уније, треба ојачати привреду Србије и учинити је равноправним партнером, а не неким посматрачем у органима Европске уније, који представља број, а не здраву привреду.

ЗАКЉУЧАК

Централна банка, као врховна монетарна институција је одговорна за формулисање и спровођење монетарне политике, која предствала значајан сегмент целокупне економске политике, са значајним потенцијалима у превенцији два екстремна економска проблема: економској рецесији и инфлацији. У зависности од организационе форме, различити су инструменти које централној банци стоје на располагању за реализацију циљева. Од банке која је имала улогу банкара државе, прерасла је у самосталну институцију, у погледу одабира циљева и инструмената монетарне политике, у чијој надлежности је очување стабилности целокупног финансијског система. Ипак, већина анализираних држава и њихових централних банака указује да оне нису биле тако успешне у достизању циљева. Разлози се могу пронаћи у робусности институције и недостатку превентивног деловања. Иако економски услови у којима се спроводи монетарна политика могу ограничавајуће да делују на одабир инструмената (немогућност спровођења операција на отвореном тржишту у циљу регулисања количине новчане масе), делокруг деловања централне банке је довољно широк да се могу превазићи ограничења која намеће економски систем. Неопходна је активна улога централне банке у обезбеђењу могућности, а не само у решавању проблема. Уколико централна банка, вршењем функције зајмодавца у крајњој инстанци, може да спречи појаву системског ризика пружањем финансијске помоћи несолвентним банкама, онда је и у могућности да унапреди функционисање свих учесника финансијског система на начин којим се утиче на уклањање узрока несолвентности. Са друге стране, институционална сепарација појединих функција које су у надлежности централне банке, може да допринесе повећању њихове ефикасности, уз неопходност сталне координације активности.

Процеси европских интеграција у свим земљама изазивају велике промене. Оне се односе на неопходност прилагођавања и усаглашавања економских политика земаља чланица Уније. Усаглашавање монетарних политика је своју конкретизацију добило у критеријумима конвергенције, док је изостанак фискалне унификације угрозио ефекте осталих примењених мера. Интеграције изазивају и промене у организацији и надлежностима националних институција, при чему се адекватна припрема јавља као битан фактор успеха. Процес добијања пуноправног чланства у Европској унији је дуготрајан, исцрпан и није временски ограничен, обзиром да се права активност захтева након добијања пуноправног чланства. Временски тренутак добијања пуноправног чланства је под утицајем бројних фактора, од којих су неки економске природе, али велику улогу имају и фактори који су политичке природе. То се пре свега односи на постојање политичке воље чланица Европске уније за одобравање додатног проширења Уније. Ипак, искуства земаља које су постале чланице Европске уније, као и оних које су се одрекле монетарног суверенитета и прихватиле евро, указују на

важност одабира временског тренутка приступања са аспекта достигнутог економског развоја, израженог кроз висину бруто друштвеног производа по глави становника. Пример Грчке која је постала чланице Европске уније 2001. године, иако није испуњавала ни један од пет дефинисаних критеријума конвергенције, указује да приступањем Унији не долази до решавања проблема националних економија. Оно што се постиже је преношење националних проблема на остале чланице Уније, чиме се угрожава њен опстанак и умањују ефекти монетарних интеграција.

Критеријуми конвергенције, који су своје упориште пронашли у теорији оптималног валутног подручја, али који нису задовољили основне претпоставке ове теорије, представљају тек само водич у процесу европских интеграција. Они представљају начин економског изражавања политичких услова приступања Унији, и стога нису строго ни испоштовани приликом пријема нових чланица. Тежња ка њиховом достизању свакако треба да постоји, јер свако веће одступање од дефинисаног нивоа, указује на озбиљне структурне поремећаје у привреди. Ипак, да би нова чланица могла да постане пуноправан члан Европске уније, али у поређењу са земљама оснивачима Европске уније, а не новим чланицама које функционишу на њеним маргинама, треба да се руководи и другим критеријумима, не само оним дефинисаним уговором из Мастрихта.

Резултати примењеног модела, ROC криве, истичу важност достигнутог нивоа БДП по глави становника, као економског показатеља који најбоље класификује земље према чланству у Европској унији, али и Европској монетарној унији. Анализом су обухваћене и вредности критеријума конвергенције за посматране земље, у периоду од 1997-2011. године, али се они нису показали као значајни индикатори, чије би достигнуте вредности биле кључне за приступање Унији. То само потврђује дозвољену флексибилност у њиховом испуњењу приликом приступања, али та флексибилност оставља негативне последице на даљи развој националних економија унутар Уније, као и даљи развој Европске уније. Приступање Унији пре испуњења дефинисаних критеријума се негативно одражава на даљи ток економског развоја. А анализа која је спроведена у дисертацији, указује на важност достизања одговарајућег нивоа економског развоја, израженог кроз вредности БДП по глави становника, за наставак нормалног функционисања унутар Уније.

Улога националних централних банака након приступања монетарној унији, самим тим и Народне банке Србије, је дефинисана Статутом Европског система централних банака и Европске централне банке. То подразумева измењене функције и надлежности Народне банке Србије, односно она ће бити задужена:

- Имплементацију монетарне политике – ово заправо значи да националне централне банке обављају стварне трансакције, као што су снабдевање комерцијалних банака неопходном количином новца,
- Оперативно управљање девизним резервама Европске централне банке – ово укључује извршење и салдирање трансакција које се тичу улагања девизних резерви Европске централне банке на тржишту,

- Управљање сопственим девизним резервама – планиране активности националних централних банака у овом подручју морају претходно бити одобрене од стране Европске централне банке, уколико такве трансакције могу угрозити девизни курс или услове ликвидности домаћег система и уколико оне прелазе одређене границе прецизиране смерницама које дефинише Европска централна банка. Циљ је заправо осигурање конзистентности монетарне и девизне политике Европске централне банке,
- Функционисање и надзор инфраструктуре финансијских тржишта и инструмената плаћања – националне централне банке делују као оператер националног ТАРГЕТ 2 система, платног система за евро и одговарајуће домаће кориснике уколико су у прилици да учествују у овом систему. Неке од националних централних банака учествују и у систему поравнања хартија од вредности. Осим тога, оне су укључене и у надзор функционисања финансијских тржишта,
- Емитовање новца, заједно са Европском централном банком – националне централне банке и Европска централна банка учествују у емисији евро новчаница. Све новчанице се пуштају у оптицај преко националних централних банака, које примају захтеве за додатном количином евро новчаница преко налога за производњу и управљање системом залиха у еврозони. Све активности су координиране од старне Европске централне банке, тако да националне централне банке предузимају мере како би се достигао висок квалитет новчаница које се налазе у оптицају и баве се анализом фалсификовања новчаница,
- Прикупљање статистичких података и пружање помоћи Европској централној банци – Европска централна банка захтева широк спектар економских и финансијских показатеља за подршку спровођењу монетарне политике и испуњењу осталих задатака евросистема. Главно подручје у коме националне централне банке помажу у прикупљању података од националних финансијских институција су: а) новац, банкарски систем и финансијско тржиште, б) статистика платног биланса и међународних средстава евросистема и ц) финансијски рачуни,
- Вршење функција изван Европског система централних банака – националне централне банке такође могу вршити и друге функције осим оних прецизираних Статутом, осим уколико Управни одбор не утврди, са две трећине гласова, да је обављање тих активности у супротности са основним циљевима и задацима Европског система централних банака.

Самим приступањем Унији се мењају надлежности Народне банке Србије, али то не значи да она губи могућност управљања монетарном политиком у Србији. Прихватањем чланства у монетарној унији, део одговорности за формулисање монетарне политике се преноси на институције Уније, пре свега на Европску централну банку, али ће имплементација тако формулисане монетарне политике бити у надлежности Народне банке Србије. То би се могло означити као прихватање помоћи у формулисању монетарне политике, која се сада не односи само на Србију, већ и на све

остале чланице монетарне уније. У том случају не долази до губљења надлежности Народне банке Србије, већ до њиховог унапређења, обзиром да монетарна политика коју је до сада спроводила, и која је била базирана искључиво на условима и потребама економског развоја Србије, није дала задовољавајуће резултате. Зато је као стратешки циљ дефинисано чланство у Европској унији, а задатак Народне банке Србије у том процесу је усклађивање монетарне стратегије са монетарном стратегијом Европске централне банке, али уз уважавање специфичности привредног амбијента у Србији. Тако долази до изражаја важност Народне банке Србије, као монетарне институције која је, без обзира на Статутом дефинисане функције и надлежности, одговорна за имплементацију монетарне политике у Србији. До промене функција централних банака долази и унутар националних економија, а приступањем широј економској заједници свакако мора доћи до њиховог усклађивања. Тиме се не умањује значај централних банака, већ се само врши њихова реорганизација. Оне и даље остају најважније институције монетарног система националних економија, и самим тим институције које су одговорне за очување стабилности финансијског система у земљи.

Уважавање националних специфичности је у надлежности Народне банке Србије, и она у остварењу дефинисаног циља (без обзира да ли је примарно дефинисан циљ преузет из монетарне стратегије Уније или самостално формулисан) треба да пронађе оптималну комбинацију расположивих мера и инструмената којима ће допринети његовом остварењу. За сада, Србија се још увек суочава са проблемима високе стопе инфлације, нестабилне домаће валуте, ниског привредног раста и високе незапослености. За решавање ових проблема не постоји јединствено и брзо решење, јер је оно условљено дејством целокупне економске политике. Већина економских циљева је комплементарна, иако постоје и конфликтни циљеви. Нефиксана фискална политика преставља и у Србији велики проблем и у спровођењу монетарне политике, која у таквим условима треба да обезбеди стабилност финансијског система. Финансијски и реални сектор економије су толико условљени, да се свака нестабилност у финансијском сектору одражава на нестабилност у реалном сектору економије.

Неопходно је даље развијати финансијско тржиште у земљи, чиме би се искористили многе предности трговања хартијама од вредности, и заменили они инструменти монетарне политике који се још увек примарно користе. Иако је неопходна координација свих институција у земљи, Народна банка Србије мора да буде оријентисана на испуњење свог циља, стабилности цена, чиме ће допринети убрзању процеса европских интеграција, са аспекта достигнутог нивоа економског развоја. Ефекти монетарне политике нису моментални, већ су видљиви тек након 20-24 месеца. Ту се огледа креативност, способност предвиђања свих оних фактора, како интерних, тако и екстерних, који ће посредно утицати на остварење циљева монетарне политике. Од успешности предвиђања зависи и способност прилагођавања монетарне политике, односно примене њених инструмената. На основу анализе података за 41 државу које су послужиле за идентификовање кључних економских индикатора, чије нумеричке вредности могу да послуже као показатељ оптималног момента приступања Унији,

добијена је вредност бруто друштвеног производа по глави становника (израженог паритетом куповне моћи) од 16.000, односно за приступање Европској монетарној унији вредност БДП по глави становника од 20.000. Иако је вредност БДП по глави становника у Србији још увек далеко од овог нивоа, добијене вредности треба да укажу на важност наставка структурних реформи у циљу остварења већих стопа раста БДП. Спроведена регресиона анализа је указала на тенденцију смањења БДП у наредном периоду, под утицајем фазе привредног циклуса у којој се српска економија налази, до чијег пролонгирања је дошло и услед неадекватног и селективног спровођења реформи. Поред неефикасне фискалне политике и превелике буџетске потрошње, велики проблем представљају обезвређена домаћа валута и високе стопе инфлације. У том циљу, Народна банка Србије треба да спроводи монетарну политику на начин који ће довести инфлацију у планиране оквире, а девизни курс учинити стабилнијим. Обзиром да руковођено флукутирајући девизни курс није допринео стабилизацији вредности домаће валуте, треба озбиљно размотрити примену другог режима девизног курса. Иако је примарни циљ, стабилност цена, дефинисан у складу са монетарном политиком Уније, а циљана вредност и распон одступања се постепено смањују, досадашњи резултати нису били тако успешни. Разлози одступања од планираног циља се не могу тражити само у дејству екстерних фактора на које Народна банка Србије није могла да утиче. Последице турбуленција на светском тржишту се преносе и на функционисање националних економија, али то није једини разлог који доводи до стварања гепа између планираних и остварених резултата. Улога монетарне политике је у обезбеђењу услова за нормално функционисање финансијског сектора, чиме се подстиче активност у реалном сектору економије. Неопходно је обезбедити стабилан девизни курс, ниску инфлацију и количину новца која ће допринети покретању привредне активности. Једино је у таквим условима могуће обезбедити привредни раст и развој, када вредност реалних добара постаје већа од вредности новца. Активном монетарном политиком, уз уважавање стручне, техничке, организационе и финансијске помоћи Европске уније, треба ојачати привреду Србије и учинити је равноправним партнером осталим чланицама Европске уније.

ПРИЛОЗИ

1. Прилог – Резултати истраживања (SPSS)

Group Statistics					
	eu	N	Mean	Std. Deviation	p
Government gross debt in % of GDP	nije clan EU	7	65.9414	31.20119	.964
	clan EU	27	65.2741	35.79337	
real GDP growth rate % change on previous year	nije clan EU	12	3.8875	2.72431	.040
	clan EU	27	1.8926	2.68614	
Real effective exchange rate, 2005=100	nije clan EU	7	114.9539	18.71209	.250
	clan EU	27	107.7133	13.41399	
Inflation rate HICP	nije clan EU	14	9.0743	13.06215	.121
	clan EU	27	3.2815	1.04846	
ECU/EUR exchange rates versus national currency	nije clan EU	7	25.726890	41.1569562	.565
	clan EU	27	13.066033	53.4389621	
Unemployment	nije clan EU	3	15.1000	7.23395	.078
	clan EU	27	10.0074	4.30491	
Population	nije clan EU	14	12758774.5000	20787969.19009	.438
	clan EU	27	18607581.5556	23544436.85157	

Group Statistics					
	eu	N	Mean	Std. Deviation	p
GDP per capita in PPS EU 27=100	nije clan EU	14	42.5000	35.74859	.000
	clan EU	27	98.8519	43.38708	
GDP in mileuro	nije clan EU	7	161585.3314	243372.79140	.264
	clan EU	27	468565.6630	696214.86696	
Current account balance in % of GDP	nije clan EU	12	-7.0729	11.43774	.013
	clan EU	27	-.4889	4.46011	

a. t cannot be computed because at least one of the groups is empty.

eu					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	nije clan EU	14	34.1	34.1	34.1
	clan EU	27	65.9	65.9	100.0
	Total	41	100.0	100.0	

Group Statistics

	eu	N	Mean	Std. Deviation	
Direct investment, abroad, as % of GDP	nije clan EU	3	.1333	.15275	.725
	clan EU	27	23.1778	110.45804	
Real interest rate, in %	nije clan EU	13	4.1629	10.59474	.749
	clan EU	10	3.0467	2.55819	
Trade in percent of GDP	nije clan EU	14	101.1217	29.47256	.157
	clan EU	25	126.7413	62.37348	

Group Statistics

	eu	N	Mean	Std. Deviation	
Cash surplus/deficit, % of GDP	nije clan EU	5	-2.3295	1.25876	.955
	clan EU	2	-2.4136	2.84470	
Central goverment debt, % of GDP	nije clan EU	2	29.8748	3.87321	.846
	clan EU	2	27.4562	15.01702	
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	nije clan EU	14	5.5314	3.44724	.597
	clan EU	27	4.5329	6.52567	
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	nije clan EU	13	.8287	1.72929	.457
	clan EU	27	23.7761	109.35748	

Group Statistics

	eu	N	Mean	Std. Deviation	p
GDP per capita in PPS	nije clan EU	14	11100.9071	8905.64888	.000
	clan EU	27	27084.7304	11422.64346	

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I.for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a RGDPrate	-.311	.157	3.948	1	.047	.733	.539	.996
Constant	1.710	.615	7.728	1	.005	5.529		

a. Variable(s) entered on step 1: RGDPrate.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a GDPpercapitagrowth	-.250	.132	3.575	1	.059	.779	.601	1.009
Constant	1.292	.502	6.629	1	.010	3.639		

a. Variable(s) entered on step 1: GDPpercapitagrowth.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a GDP27	-.142	.151	.880	1	.348	.868	.645	1.167
GDP_1000	.714	.552	1.675	1	.196	2.042	.693	6.017
Constant	-2.589	1.097	5.572	1	.018	.075		
Step 2 ^a GDP_1000	.212	.067	9.965	1	.002	1.236	1.084	1.410
Constant	-3.038	1.102	7.596	1	.006	.048		

a. Variable(s) entered on step 1: GDP27, GDP_1000.

Correlations

		godina priključenja uniji	GDP per capita in PPS
godina priključenja uniji	Pearson Correlation	1	-.667**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	27	27
GDP per capita in PPS	Pearson Correlation	-.667**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	27	41

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2019.777	8.158		247.593	.000
	GDP_1000	-1.246	.278	-.667	-4.476	.000

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a GDP27	-.142	.151	.880	1	.348	.868	.645	1.167
GDP_1000	.714	.552	1.675	1	.196	2.042	.693	6.017
Constant	-2.589	1.097	5.572	1	.018	.075		
Step 2 ^a GDP_1000	.212	.067	9.965	1	.002	1.236	1.084	1.410
Constant	-3.038	1.102	7.596	1	.006	.048		

a. Dependent Variable: godina priključenja uniji

2003. година

Group Statistics					
	EU_2003	N	Mean	Std. Deviation	P
Government gross debt in % of GDP	.00	19	42.3763	25.34205	.086
	1.00	15	58.1400	26.28092	
real GDP growth rate % change on previous year	.00	24	5.6758	3.57775	.000
	1.00	15	1.6467	1.87192	
Real effective exchange rate, 2005=100	.00	19	93.5691	6.65588	.010
	1.00	15	98.4100	3.21246	
Inflation rate HICP	.00	23	5.8840	7.61832	.035
	1.00	15	2.2867	.89751	
total government expenditure in % of GDP	.00	13	41.0462	6.22664	.018
	1.00	15	47.0333	6.30280	
Unemployment	.00	19	11.9632	7.26133	.013
	1.00	15	6.8000	2.35251	
Population	.00	26	10753503.7308	16457416.56832	.069
	1.00	15	25521775.4667	27044478.05339	
GDP per capita in PPS EU 27=100	.00	23	47.1304	31.47482	.000
	1.00	15	124.2000	37.35964	
Emu Convergence Criterion series, annual data	.00	11	4.9600	1.84179	.113
	1.00	15	4.1713	.28889	

Group Statistics

	EU_2003	N	Mean	Std. Deviation	
GDP in million euro	.00	19	60680.9579	89943.66266	.006
	1.00	15	638428.9667	691302.99642	
Current account balance in % of GDP	.00	23	-6.6998	6.50732	.000
	1.00	15	1.1533	4.43200	
Direct investment, abroad, as % of GDP	.00	15	1.8133	2.83092	.305
	1.00	15	25.8800	87.49799	
Real interest rate, in %	.00	24	6.2529	6.36528	.113
	1.00	9	2.7034	1.82728	
Trade in percent of GDP	.00	26	102.0624	29.12267	.453
	1.00	15	92.1760	54.61789	
GDP per capita growth, annual %	.00	26	5.5384	3.75650	.000
	1.00	15	1.0065	1.82595	

Group Statistics

	EU_2003	N	Mean	Std. Deviation	
Cash surplus/deficit, % of GDP	.00	20	-2.0156	2.90588	.600
	1.00	15	-1.5349	2.28036	
Central government debt, % of GDP	.00	11	54.1751	46.53502	.691
	1.00	15	60.2569	30.67879	
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	.00	25	6.2550	9.09205	.646
	1.00	15	5.0025	6.67951	
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	.00	22	1.8318	3.57300	.202
	1.00	15	26.1632	88.19037	
GDP per capita in PPS	.00	26	11459.9458	7790.08752	.000
	1.00	15	31903.9720	9730.72845	

Area Under the Curve

Test Result Variable(s): GDP per capita in PPS

Area	Std. Error ^a	Asymptotic Sig. ^b	Asymptotic 95% Confidence Interval	
			Lower Bound	Upper Bound
.959	.034	.000	.892	1.000

a. Under the nonparametric assumption

b. Null hypothesis: true area = 0.5

Coordinates of the Curve

Test Result Variable(s):GDP per capita in
PPS

Positive if Greater Than or Equal To ^a	Sensitivity	1 - Specificity
2034.5400	1.000	1.000
2585.4400	1.000	.962
3198.8950	1.000	.923
3276.0650	1.000	.885
4033.8350	1.000	.846
5150.4950	1.000	.808
5606.0750	1.000	.769
20871.0150	1.000	.115
21383.1450	.933	.115
22323.2950	.933	.077
23303.0000	.867	.077
25044.7800	.867	.038
27240.4450	.800	.038
28325.6200	.733	.038
50401.8600	.067	.000
64028.1400	.000	.000

a. The smallest cutoff value is the minimum observed test value minus 1, and the largest cutoff value is the maximum observed test value plus 1. All the other cutoff values are the averages of two consecutive ordered observed test values.

2003. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	15	25822.10	2544867.00	836577.8667	811766.93327
Government gross debt in % of GDP	15	6.10	103.90	58.1400	26.28092
real GDP growth rate % change on previous year	15	-.90	5.90	1.6467	1.87192
Real effective exchange rate, 2005=100	15	90.99	103.40	98.4100	3.21246
Inflation rate HICP	15	1.00	4.00	2.2867	.89751
total government expenditure in % of GDP	15	33.20	55.70	47.0333	6.30280
ECU/EUR exchange rates versus national currency	15	.6920	9.1242	1.949793	2.5900883
Unemployment	15	3.80	11.40	6.8000	2.35251
Population	15	448300.00	82536680.00	25521775.4667	27044478.05339
GDP per capita in PPS EU 27=100	15	79.00	247.00	124.2000	37.35964
Emu Convergence Criterion series, annual data	15	3.32	4.64	4.1713	.28889
GDP in million euro	15	25822.10	2147500.00	638428.9667	691302.99642
Current account balance in % of GDP	15	-6.50	8.10	1.1533	4.43200
Direct investment, abroad, as % of GDP	15	-1.40	341.90	25.8800	87.49799
Real interest rate, in %	9	-.21	4.85	2.7034	1.82728
Trade in percent of GDP	15	48.29	250.25	92.1760	54.61789
GDP per capita growth, annual %	15	-1.60	5.60	1.0065	1.82595
Cash surplus/deficit, % of GDP	15	-5.80	3.17	-1.5349	2.28036
Central government debt, % of GDP	15	3.85	124.30	60.2569	30.67879
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	15	.56	24.69	5.0025	6.67951
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	15	-1.38	344.69	26.1632	88.19037
GDP per capita in PPS	15	21095.49	64027.14	31903.9720	9730.72845
Valid N (listwise)	9				

2004. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	15	27444.50	2660957.00	873264.9067	842571.05804
Government gross debt in % of GDP	15	6.30	103.40	57.9600	26.13063
real GDP growth rate % change on previous year	15	1.20	4.40	3.0067	1.10678
Real effective exchange rate, 2005=100	15	96.11	103.87	100.1007	1.92220
Inflation rate HICP	15	.10	3.20	1.9400	.87977
total government expenditure in % of GDP	15	33.60	54.60	47.0067	5.95357
ECU/EUR exchange rates versus national currency	15	.6787	9.1243	1.949524	2.5919640
Unemployment	15	4.50	10.90	7.0667	2.19339
Population	15	454960.00	82531671.00	25676250.0000	27169274.88501
GDP per capita in PPS EU 27=100	15	77.00	252.00	124.5333	38.79224
Emu Convergence Criterion series, annual data	15	2.84	4.93	4.1307	.41962
GDP in million euro	15	27444.50	2195700.00	668578.3067	719749.80082
Current account balance in % of GDP	15	-8.30	11.90	1.5733	5.51031
Direct investment, abroad, as % of GDP	15	-.60	246.60	19.8533	62.80721
Real interest rate, in %	8	.37	4.84	2.9199	1.48531
Trade in percent of GDP	15	49.68	280.54	96.7049	60.93474
GDP per capita growth, annual %	15	.73	4.01	2.3022	1.03131
Cash surplus/deficit, % of GDP	15	-7.35	3.08	-1.5746	2.72442
Central government debt, % of GDP	15	4.06	128.07	60.2568	30.97755
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	15	-5.88	33.60	3.4883	9.17334
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	15	-4.06	250.34	19.8652	63.86506
GDP per capita in PPS	15	21300.42	65882.42	32655.0387	10058.36807
Valid N (listwise)	8				

2005. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	25	4937.80	22018283.00	1597288.2920	4352574.10444
Government gross debt in % of GDP	25	4.60	105.70	49.4960	27.35980
real GDP growth rate % change on previous year	25	.70	10.10	3.9280	2.51802
Real effective exchange rate, 2005=100	25	100.00	100.00	100.0000	.00000
Inflation rate HICP	25	.80	6.90	2.5320	1.23279
total government expenditure in % of GDP	25	33.20	53.90	44.4360	6.26996
ECU/EUR exchange rates versus national currency	20	.6838	248.0500	15.771090	55.0712322
Unemployment	25	4.40	17.90	7.8960	3.28234
Population	25	402668.00	82500849.00	18468614.4400	23841103.95250
GDP per capita in PPS EU 27=100	25	50.00	254.00	101.3600	42.31812
Emu Convergence Criterion series, annual data	24	2.41	6.60	3.8021	.85510
GDP in million euro	25	4810.50	2224400.00	438764.5280	649670.85107
Current account balance in % of GDP	25	-12.60	11.50	-2.2080	6.35203
Direct investment, abroad, as % of GDP	25	-.30	334.60	17.0200	66.30023
Real interest rate, in %	16	-3.69	6.15	2.5019	2.94025
Trade in percent of GDP	25	51.81	286.15	110.7788	51.90830
GDP per capita growth, annual %	25	.19	11.19	3.4068	2.85288
Cash surplus/deficit, % of GDP	24	-7.38	5.38	-1.4848	3.02505
Central government debt, % of GDP	22	3.61	180.57	59.4658	41.11456
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	25	.29	172.72	14.2374	33.72366
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	25	-.41	327.74	17.6487	64.90497
GDP per capita in PPS	25	13040.44	68290.31	27220.5580	11389.96450
Valid N (listwise)	9				

2006. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	25	5206.70	23675040.00	1706638.2040	4679542.29693
Government gross debt in % of GDP	25	4.40	107.50	48.1280	27.91448
real GDP growth rate % change on previous year	25	1.40	11.20	4.8480	2.45919
Real effective exchange rate, 2005=100	25	95.18	114.30	101.8104	3.98090
Inflation rate HICP	25	1.30	6.60	2.7200	1.21758
total government expenditure in % of GDP	25	33.50	53.00	44.0280	5.94590
ECU/EUR exchange rates versus national currency	20	.6817	264.2600	16.502106	58.6566986
Unemployment	25	3.90	13.90	6.9840	2.59674
Population	25	405006.00	82437995.00	18555257.3600	23940296.43422
GDP per capita in PPS EU 27=100	25	52.00	270.00	102.6000	44.23611
Emu Convergence Criterion series, annual data	24	3.30	7.12	4.1062	.73705
GDP in mileuro	25	5080.40	2313900.00	463071.0880	679786.61111
Current account balance in % of GDP	25	-22.50	10.40	-3.2960	8.07044
Direct investment, abroad, as % of GDP	25	.50	269.10	14.6680	53.09247
Real interest rate, in %	14	-3.44	5.19	2.4654	2.88241
Trade in percent of GDP	25	55.09	308.96	117.4164	55.69003
GDP per capita growth, annual %	25	1.11	12.85	4.3665	2.97372
Cash surplus/deficit, % of GDP	24	-8.59	5.52	-.9059	3.28749
Central government debt, % of GDP	22	4.35	171.38	56.8136	40.04592
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	25	.88	34.87	8.0737	8.26389
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	25	.47	271.62	15.2078	53.56314
GDP per capita in PPS	25	14651.85	70527.15	28245.2340	11537.25715
Valid N (listwise)	7				

2007. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	25	5575.40	24989917.00	1808515.6360	4940594.35454
Government gross debt in % of GDP	25	3.70	107.20	46.1680	27.70060
real GDP growth rate % change on previous year	25	.10	10.50	4.7680	2.66751
Real effective exchange rate, 2005=100	25	95.34	141.63	105.7980	9.41648
Inflation rate HICP	25	.70	10.10	3.0920	2.21264
total government expenditure in % of GDP	25	34.00	52.60	43.2760	5.72045
ECU/EUR exchange rates versus national currency	21	.6843	251.3500	15.116078	54.4658763
Unemployment	25	3.60	11.20	6.1680	2.09279
Population	25	407810.00	82314906.00	18641900.6400	24035686.65116
GDP per capita in PPS EU 27=100	25	54.00	274.00	103.4000	44.13332
Emu Convergence Criterion series, annual data	24	4.17	6.74	4.5963	.56255
GDP in mileuro	25	5468.40	2428500.00	490027.6440	712847.71395
Current account balance in % of GDP	25	-22.40	10.10	-3.9680	8.37316
Direct investment, abroad, as % of GDP	25	.20	518.20	25.8560	102.65395
Real interest rate, in %	13	-7.80	6.80	1.6381	4.07515
Trade in percent of GDP	25	55.26	319.53	118.7676	57.26970
GDP per capita growth, annual %	25	.27	10.55	4.2450	2.94759
Cash surplus/deficit, % of GDP	25	-6.73	6.23	-.0209	3.16149
Central government debt, % of GDP	22	4.59	125.61	51.2220	31.95972
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	25	.64	67.34	12.7846	15.54524
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	25	.12	524.60	28.3431	103.87555
GDP per capita in PPS	25	15654.52	74021.46	29326.6112	11883.24523

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	25	5575.40	24989917.00	1808515.6360	4940594.35454
Government gross debt in % of GDP	25	3.70	107.20	46.1680	27.70060
real GDP growth rate % change on previous year	25	.10	10.50	4.7680	2.66751
Real effective exchange rate, 2005=100	25	95.34	141.63	105.7980	9.41648
Inflation rate HICP	25	.70	10.10	3.0920	2.21264
total government expenditure in % of GDP	25	34.00	52.60	43.2760	5.72045
ECU/EUR exchange rates versus national currency	21	.6843	251.3500	15.116078	54.4658763
Unemployment	25	3.60	11.20	6.1680	2.09279
Population	25	407810.00	82314906.00	18641900.6400	24035686.65116
GDP per capita in PPS EU 27=100	25	54.00	274.00	103.4000	44.13332
Emu Convergence Criterion series, annual data	24	4.17	6.74	4.5963	.56255
GDP in mileuro	25	5468.40	2428500.00	490027.6440	712847.71395
Current account balance in % of GDP	25	-22.40	10.10	-3.9680	8.37316
Direct investment, abroad, as % of GDP	25	.20	518.20	25.8560	102.65395
Real interest rate, in %	13	-7.80	6.80	1.6381	4.07515
Trade in percent of GDP	25	55.26	319.53	118.7676	57.26970
GDP per capita growth, annual %	25	.27	10.55	4.2450	2.94759
Cash surplus/deficit, % of GDP	25	-6.73	6.23	-.0209	3.16149
Central government debt, % of GDP	22	4.59	125.61	51.2220	31.95972
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	25	.64	67.34	12.7846	15.54524
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	25	.12	524.60	28.3431	103.87555
GDP per capita in PPS	25	15654.52	74021.46	29326.6112	11883.24523
Valid N (listwise)	7				

2008. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	27	5964.90	26543305.00	1778581.5481	5059289.26085
Government gross debt in % of GDP	27	4.50	112.90	47.0407	28.43572
real GDP growth rate % change on previous year	27	-4.20	7.30	1.2704	2.84251
Real effective exchange rate, 2005=100	27	90.87	163.74	111.3030	15.43264
Inflation rate HICP	27	2.20	15.30	5.3296	3.25350
total government expenditure in % of GDP	27	34.90	53.30	44.5444	5.04894
ECU/EUR exchange rates versus national currency	25	.7027	251.5100	12.905179	49.9674090
Unemployment	27	3.10	11.30	6.1259	1.98196
Population	27	410290.00	82217837.00	18432819.7037	23304555.49428
GDP per capita in PPS EU 27=100	27	43.00	263.00	99.0000	42.65424
Emu Convergence Criterion series, annual data	26	3.89	8.24	4.9419	1.06938
GDP in mileuro	27	5859.20	2473800.00	461962.5222	682209.06673
Current account balance in % of GDP	27	-23.10	9.10	-4.9444	7.85294
Direct investment, abroad, as % of GDP	27	.10	247.50	14.0704	47.36207
Real interest rate, in %	14	-2.21	6.92	2.6657	2.29001
Trade in percent of GDP	27	56.00	333.53	119.3864	57.49221
GDP per capita growth, annual %	27	-4.48	9.59	.8802	3.37159
Cash surplus/deficit, % of GDP	27	-9.84	4.67	-1.6292	3.33711
Central government debt, % of GDP	23	5.67	128.34	53.5900	31.22243
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	27	-1.08	89.80	10.9112	19.21726
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	27	.14	237.20	15.2595	45.71976
GDP per capita in PPS	27	11781.92	72175.97	28000.9707	11929.54669
Valid N (listwise)	9				

2009. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	27	5972.50	25626480.00	1722196.0926	4885174.07259
Government gross debt in % of GDP	27	7.20	129.70	55.8926	29.86522
Real GDP growth rate % change on previous year	27	-17.70	1.60	-5.6259	4.11373
Real effective exchange rate, 2005=100	27	82.52	148.35	110.1926	14.35962
Inflation rate HICP	27	-1.70	5.60	1.3333	1.69774
total government expenditure in % of GDP	27	41.10	58.00	48.7111	5.01615
ECU/EUR exchange rates versus national currency	26	.7057	280.3300	13.707809	54.6392416
Unemployment	27	3.70	18.20	8.8704	3.71254
Population	27	413609.00	82002356.00	18506910.1852	23382803.88382
GDP per capita in PPS EU 27=100	27	44.00	255.00	98.0741	41.36510
Emu Convergence Criterion series, annual data	26	3.22	14.00	5.4250	2.81195
GDP in million euro	27	5857.40	2374500.00	435345.1815	647576.12860
Current account balance in % of GDP	27	-11.20	8.60	-1.0333	5.64794
Direct investment, abroad, as % of GDP	27	-3.80	453.70	18.7296	86.98056
Real interest rate, in %	13	-.68	18.00	6.6047	5.28393
Trade in percent of GDP	27	48.02	294.90	104.7582	51.70408
GDP per capita growth, annual %	27	-17.55	1.56	-6.1342	3.97396
Cash surplus/deficit, % of GDP	27	-15.80	-.09	-5.7800	3.91470
Central government debt, % of GDP	23	9.09	143.95	61.6231	32.13849
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	27	-63.41	24.18	1.3622	14.18062
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	27	-.23	458.11	19.1727	87.76601
GDP per capita in PPS	27	10797.13	67962.64	26370.2052	11387.59448

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	27	5972.50	25626480.00	1722196.0926	4885174.07259
Government gross debt in % of GDP	27	7.20	129.70	55.8926	29.86522
real GDP growth rate % change on previous year	27	-17.70	1.60	-5.6259	4.11373
Real effective exchange rate, 2005=100	27	82.52	148.35	110.1926	14.35962
Inflation rate HICP	27	-1.70	5.60	1.3333	1.69774
total government expenditure in % of GDP	27	41.10	58.00	48.7111	5.01615
ECU/EUR exchange rates versus national currency	26	.7057	280.3300	13.707809	54.6392416
Unemployment	27	3.70	18.20	8.8704	3.71254
Population	27	413609.00	82002356.00	18506910.1852	23382803.88382
GDP per capita in PPS EU 27=100	27	44.00	255.00	98.0741	41.36510
Emu Convergence Criterion series, annual data	26	3.22	14.00	5.4250	2.81195
GDP in million euro	27	5857.40	2374500.00	435345.1815	647576.12860
Current account balance in % of GDP	27	-11.20	8.60	-1.0333	5.64794
Direct investment, abroad, as % of GDP	27	-3.80	453.70	18.7296	86.98056
Real interest rate, in %	13	-.68	18.00	6.6047	5.28393
Trade in percent of GDP	27	48.02	294.90	104.7582	51.70408
GDP per capita growth, annual %	27	-17.55	1.56	-6.1342	3.97396
Cash surplus/deficit, % of GDP	27	-15.80	-.09	-5.7800	3.91470
Central government debt, % of GDP	23	9.09	143.95	61.6231	32.13849
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	27	-63.41	24.18	1.3622	14.18062
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	27	-.23	458.11	19.1727	87.76601
GDP per capita in PPS	27	10797.13	67962.64	26370.2052	11387.59448
Valid N (listwise)	9				

2010. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	27	6314.30	26607339.00	1787680.8111	5072482.84464
Government gross debt in % of GDP	27	6.70	148.30	61.4074	32.19296
real GDP growth rate % change on previous year	27	-4.90	6.60	1.7185	2.16636
Real effective exchange rate, 2005=100	27	84.98	136.09	107.6363	12.90497
Inflation rate HICP	27	-1.60	6.10	2.0593	1.58023
total government expenditure in % of GDP	27	37.40	66.10	48.3704	6.56681
ECU/EUR exchange rates versus national currency	26	.7087	275.4800	13.420409	53.6875504
Unemployment	27	4.40	20.10	10.1333	4.47343
Population	27	414372.00	81802257.00	18560005.8148	23441595.41256
GDP per capita in PPS EU 27=100	27	44.00	267.00	98.3333	43.34300
Emu Convergence Criterion series, annual data	26	2.74	10.34	4.6965	1.99306
GDP in million euro	27	6234.60	2496200.00	454792.6370	676161.32221
Current account balance in % of GDP	27	-10.10	8.20	-.6519	5.23783
Direct investment, abroad, as % of GDP	27	-3.30	386.60	16.0593	74.10113
Real interest rate, in %	11	-2.21	12.16	5.1599	4.26734
Trade in percent of GDP	27	53.24	312.63	115.4720	57.26616
GDP per capita growth, annual %	27	-5.22	5.65	1.5452	1.99381
Cash surplus/deficit, % of GDP	27	-31.33	.03	-5.8445	5.77017
Central government debt, % of GDP	22	9.14	134.54	65.3488	31.07507
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	27	-161.24	18.55	-3.4597	32.28021
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	27	-32.18	391.75	15.0793	75.63353
GDP per capita in PPS	27	10921.04	68678.55	26760.2481	11513.57293
Valid N (listwise)	8				

2011. година

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	27	6544.40	27886401.00	1860564.1370	5314789.39484
Government gross debt in % of GDP	27	6.10	170.60	65.2741	35.79337
Real GDP growth rate % change on previous year	27	-7.10	8.30	1.8926	2.68614
Real effective exchange rate, 2005=100	27	84.67	138.84	107.7133	13.41399
Inflation rate HICP	27	1.20	5.80	3.2815	1.04846
total government expenditure in % of GDP	27	35.60	57.90	46.4704	6.21535
ECU/EUR exchange rates versus national currency	27	.7063	279.3700	13.066033	53.4389621
Unemployment	27	4.20	21.70	10.0074	4.30491
Population	27	415198.00	81751602.00	18607581.5556	23544436.85157
GDP per capita in PPS EU 27=100	27	46.00	271.00	98.8519	43.38708
Emu Convergence Criterion series, annual data	26	2.61	15.75	5.2996	2.95882
GDP in million euro	27	6499.20	2592600.00	468565.6630	696214.86696
Current account balance in % of GDP	27	-9.90	9.70	-.4889	4.46011
Direct investment, abroad, as % of GDP	27	-6.60	575.70	23.1778	110.45804
Real interest rate, in %	10	-2.05	6.54	3.0467	2.55819
Trade in percent of GDP	25	51.39	321.76	126.7413	62.37348
GDP per capita growth, annual %	27	-7.01	8.64	1.6076	3.04944
Cash surplus/deficit, % of GDP	2	-4.43	-.40	-2.4136	2.84470
Central government debt, % of GDP	2	16.84	38.07	27.4562	15.01702
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	27	-2.19	31.02	4.5329	6.52567
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	27	-6.77	570.50	23.7761	109.35748
GDP per capita in PPS	27	10905.44	68459.51	27084.7304	11422.64346

Descriptive Statistics

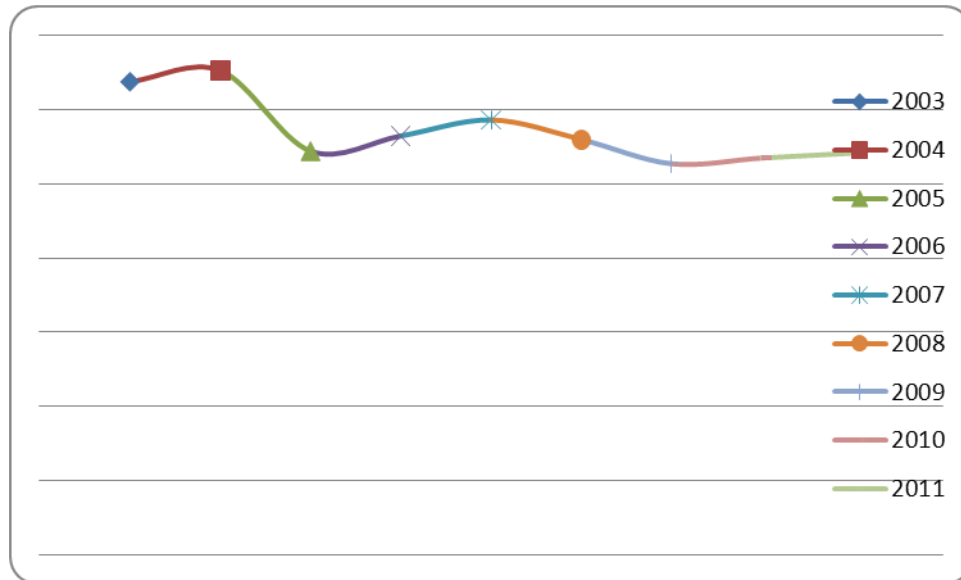
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GDP total in national currency	27	6544.40	27886401.00	1860564.1370	5314789.39484
Government gross debt in % of GDP	27	6.10	170.60	65.2741	35.79337
real GDP growth rate % change on previous year	27	-7.10	8.30	1.8926	2.68614
Real effective exchange rate, 2005=100	27	84.67	138.84	107.7133	13.41399
Inflation rate HICP	27	1.20	5.80	3.2815	1.04846
total government expenditure in % of GDP	27	35.60	57.90	46.4704	6.21535
ECU/EUR exchange rates versus national currency	27	.7063	279.3700	13.066033	53.4389621
Unemployment	27	4.20	21.70	10.0074	4.30491
Population	27	415198.00	81751602.00	18607581.5556	23544436.85157
GDP per capita in PPS EU 27=100	27	46.00	271.00	98.8519	43.38708
Emu Convergence Criterion series, annual data	26	2.61	15.75	5.2996	2.95882
GDP in million euro	27	6499.20	2592600.00	468565.6630	696214.86696
Current account balance in % of GDP	27	-9.90	9.70	-.4889	4.46011
Direct investment, abroad, as % of GDP	27	-6.60	575.70	23.1778	110.45804
Real interest rate, in %	10	-2.05	6.54	3.0467	2.55819
Trade in percent of GDP	25	51.39	321.76	126.7413	62.37348
GDP per capita growth, annual %	27	-7.01	8.64	1.6076	3.04944
Cash surplus/deficit, % of GDP	2	-4.43	-.40	-2.4136	2.84470
Central government debt, % of GDP	2	16.84	38.07	27.4562	15.01702
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	27	-2.19	31.02	4.5329	6.52567
Foreign Direct Investment net outflows as % of GDP	27	-6.77	570.50	23.7761	109.35748
GDP per capita in PPS	27	10905.44	68459.51	27084.7304	11422.64346
Valid N (listwise)	1				

Group Statistics

	godine	N	Mean	Std. Deviation	p
Government gross debt in % of GDP	2003	34	49.3309	26.57895	0.034
	2011	34	65.4115	34.44532	
real GDP growth rate % change on previous year	2003	39	4.1262	3.60306	.030
	2011	39	2.5064	2.82051	
Real effective exchange rate, 2005=100	2003	34	95.7048	5.87323	.000
	2011	34	109.2040	14.63764	
Inflation rate HICP	2003	38	4.4640	6.16357	
	2011	41	5.2595	7.99377	
total government expenditure in % of GDP	2003	28	44.2536	6.86119	
	2011	28	46.0179	6.55236	
ECU/EUR exchange rates versus national currency	2003	29	16.283683	48.6734552	
	2011	34	15.672680	50.8423661	
Unemployment	2003	34	9.6853	6.15463	
	2011	30	10.5167	4.75801	
Population	2003	41	16156529.9756	21843445.50511	
	2011	41	16610427.9268	22553300.69029	
GDP per capita in PPS EU 27=100	2003	38	77.5526	50.74083	
	2011	41	79.6098	48.69131	
Emu Convergence Criterion series, annual data	2003	26	4.5050	1.24960	
	2011	26	5.2996	2.95882	
GDP in mileuro	2003	34	315569.7853	540319.31977	
	2011	34	405363.8300	639171.38568	
Current account balance in % of GDP	2003	38	-3.5999	6.90967	
	2011	39	-2.5148	7.80753	
Direct investment, abroad, as % of GDP	2003	30	13.8467	62.04525	
	2011	30	20.8733	104.82487	
Real interest rate, in %	2003	33	5.2849	5.70380	
	2011	23	3.6776	8.01397	
Trade in percent of GDP	2003	41	98.4454	39.96766	
	2011	39	117.5445	53.93795	
GDP per capita growth, annual %	2003	41	3.8804	3.85625	
	2011	41	2.2550	2.95886	
Cash surplus/deficit, % of GDP	2003	35	-1.8096	2.63025	
	2011	7	-2.3535	1.55136	
Central government debt, % of GDP	2003	26	57.6838	37.45207	
	2011	4	28.6655	9.06205	
Foreign Direct Investment net inflows as % of GDP	2003	40	5.7853	8.20147	
	2011	41	4.8739	5.63664	
Foreign Direct Investment	2003	37	11.6959	56.38012	

net outflows as % of GDP	2011	40	16.3182	89.95614	
GDP per capita in PPS	2003	41	18939.4676	13056.08640	
	2011	41	21626.8395	13018.12096	

Како се кретао **GDP per capita in PPS** у ЕУ



2. Прилог – Биланс Народне банке Србије (1999-2012)

Актива

	Потраживања од иностранства			Домаћи кредити						Квота код ММФ-а	Остала актива	Укупна Актива
	Дев. резр	Остала Потр Од иностр	Укупно	Кредити држави	Кредити банкама	Кред. јавним пред	Кред. небанк фин. организ	Кред. другим сектор	Укупно кредити			
1999	14,231	48,163	62,394	5,714	5,881	76	988	19	12,678	9,088	4,084	88,244
2000	133,147	260,677	393,824	6,930	7,506	1,065	1,801	96	17,398	37,134	16,107	464,463
2001	144,500	278,750	423,250	16,164	6,371	898	2,600	44	26,077	38,357	43,678	531,362
2002	134,462	7,064	141,526	22,804	8,416	1,991	7,393	26	40,630	37,369	27,458	246,983
2003	193,699	3,059	196,758	19,760	4,209	1,849	7,032	231	33,081	37,827	18,982	286,648
2004	244,837	1,396	246,233	22,407	1,748	218	7,345	251	31,969	41,972	40,298	360,472
2005	420,770	1,471	422,241	16,511	954	187	8,249	483	26,384	48,270	38,578	535,473
2006	712,582	844	713,426	16,450	488	230	13,482	1,123	31,773	42,199	30,583	817,981
2007	763,328	328	763,656	10,811	595	230	5,264	1,456	18,356	39,709	33,740	855,461
2008	723,147	409	723,556	10,913	2,241	0	5,731	1,929	20,814	45,312	32,900	822,582
2009	1,016,607	6,235	1,022,842	11,300	386	0	4,879	2,463	19,028	48,926	45,218	1,136,014
2010	1,055,151	7,911	1,063,062	1,319	404	0	5,519	3,404	10,645	57,103	56,972	1,187,782
2011	1,261,777	8,047	1,269,824	1,275	350	0	5,565	2,486	9,675	58,066	53,689	1,391,254
2012	1,241,197	9,227	1,250,424	1,227	654	0	5,391	2,637	9,909	61,945	57,671	1,379,949

Пасива

	Обавезе према иностр	Примарни новац				Депозити државе	Остали депозити	Обавезе по основу репо транс НБС	Обавезе по другим транс	Штедни записи НБС	Ограничени депозити	Рачуни капитала	Рачуни ММФ-а код НБС	Остала пасива	Укупно пасива
		Готов новац у оптицају	Банк. Динарске резерве	Остали динарски депозити	Укупан примарни новац										
1999	58,975	6,707	1,989	0	11,971	874	5	0	1,401	0	142	3,789	6,326	4,761	88,244
2000	373,969	10,933	7,931	149	34,026	6,310	7	0	555	0	57	6,725	34,944	7,870	464,463
2001	394,740	25,266	16,256	121	58,052	10,871	5	0	724	0	1,001	8,090	40,216	17,663	531,362
2002	47,610	43,719	25,732	92	101,908	11,168	9	0	2,862	0	2,064	6,992	36,956	37,414	246,983
2003	64,093	42,979	27,948	1,340	115,430	31,106	663	0	2,261	0	1,715	12,817	37,905	20,657	286,647
2004	69,260	45,165	32,092	5,126	147,948	32,956	919	0	1,754	0	502	28,481	42,375	36,277	360,472
2005	81,873	53,650	40,703	5,988	247,808	59,524	1,153	16,829	8	157	562	35,601	49,680	42,278	535,473
2006	55,692	68,461	65,463	9,485	396,972	123,121	949	141,850	7,890	2,147	629	2,341	41,832	44,558	817,981
2007	13,805	77,000	82,076	9,944	439,172	111,198	717	207,965	9,725	819	712	1,904	39,425	30,019	855,461
2008	13,732	90,075	218,857	10,849	514,125	60,427	3,522	77,807	12,616	0	418	59,313	46,069	34,553	822,582
2009	114,558	95,519	151,030	7,719	533,776	112,239	5,396	151,676	3	0	448	123,187	49,313	45,418	1,136,014
2010	170,341	91,750	87,412	8,999	537,338	107,711	4,889	46,900	8	0	708	202,334	57,105	60,448	1,187,782
2011	178,429	114,190	104,625	8,253	607,722	148,776	7,258	120,550	45	0	427	208,622	58,067	61,358	1,391,254
2012	165,733	110,547	185,593	12,617	627,088	160,852	5,071	39,800	41	0	2,025	264,266	62,012	53,061	1,379,949

3. Прилог - Монетарни преглед (у милионима динара)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Нето инострана актива	-20,368	-96,941	-96,343	130,757	168,970	158,725	216,282	405,877	561,232	480,171	570,504	507,330	670,138	673,086
Потраживања од иностранства	73,377	457,457	506,371	195,490	256,344	311,210	489,279	769,311	874,805	843,463	1,184,607	1,287,386	1,396,254	1,419,756
НБС	62,394	393,824	423,250	141,526	196,758	246,233	422,241	713,426	763,656	723,556	1,022,842	1,063,062	1,269,824	1,250,423
Банке	10,983	63,633	83,121	53,964	59,586	64,977	67,039	55,885	111,149	119,907	161,765	224,324	126,430	169,333
Обавезе према иностранству (-)	-93,745	-554,398	-602,714	-64,733	-87,373	-152,485	-272,997	-363,434	-313,573	-363,292	-614,104	-780,056	-726,116	-746,670
НБС	-58,975	-373,969	-394,740	-47,610	-64,093	-69,260	-81,873	-55,692	-13,805	-13,732	-114,558	-170,341	-178,429	-165,733
Банке	-34,770	-180,429	-207,974	-17,123	-23,280	-83,225	-191,124	-307,742	-299,769	-349,560	-499,546	-609,715	-547,687	-580,937
Нето домаћа актива	92,496	293,006	389,979	204,800	276,319	407,031	554,969	569,782	795,536	1,121,805	1,364,810	1,749,771	1,834,764	2,081,001
Домаћи кредити	75,742	229,588	275,143	185,134	228,389	348,617	490,467	504,961	722,017	1,071,921	1,301,660	1,722,549	1,817,840	2,053,181
Нето потраживања од државе	7,398	3,695	7,961	3,851	-9,152	5,952	-27,832	-104,210	-112,229	-52,935	-4,419	65,644	29,538	95,099
Кредити држави	9,606	12,764	23,320	35,192	32,256	44,001	40,105	34,897	19,203	20,368	119,124	193,983	199,356	291,586
Динарски и динарски индексирани кредити	8,156	11,188	21,560	26,370	22,500	30,008	21,272	18,271	10,934	12,927	101,512	149,201	129,830	174,682
НБС	4,268	5,477	14,685	21,295	19,760	22,407	16,330	16,450	10,811	10,892	11,297	1,315	1,270	1,221
Банке	3,888	5,711	6,875	5,075	2,739	7,601	4,942	1,821	124	2,035	90,215	147,887	128,561	173,461
Девизни кредити	1,450	1,576	1,760	8,822	9,756	13,993	18,834	16,626	8,269	7,441	17,612	44,782	69,525	116,904
НБС	1,446	1,453	1,479	1,509	0	0	181	0	0	21	3	4	5	6
Банке	4	123	281	7,313	9,756	13,993	18,653	16,626	8,269	7,420	17,609	44,777	69,520	116,898
Депозити државе (-)	-2,208	-9,069	-15,359	-31,341	-41,408	-38,050	-67,937	-139,107	-131,432	-73,303	-123,543	-128,339	-169,818	-196,488
Динарски и динарски индексирани депозити	-1,865	-4,372	-7,653	-15,508	-17,934	-24,484	-43,605	-31,197	-45,095	-27,002	-67,769	-58,060	-54,290	-60,342
НБС	-568	-1,828	-3,612	-5,009	-12,998	-22,966	-40,718	-19,678	-29,200	-19,702	-62,984	-54,016	-49,927	-55,066
Банке	-1,297	-2,544	-4,041	-10,499	-4,936	-1,518	-2,887	-11,519	-15,895	-7,300	-4,785	-4,044	-4,363	-5,276
Девизни депозити	-343	-4,697	-7,706	-15,833	-23,474	-13,565	-24,333	-107,910	-86,338	-46,301	-55,774	-70,279	-115,528	-136,146

Импликације процеса европских интеграција на положај и надлежности Народне банке Србије

НБС	-306	-4,482	-7,259	-6,159	-18,107	-9,990	-18,806	-103,443	-81,998	-40,725	-49,255	-53,695	-98,849	-105,785
Банке	-37	-215	-447	-9,674	-5,367	-3,575	-5,527	-4,467	-4,340	-5,576	-6,519	-16,584	-16,679	-30,361
Кредити невладиним секторима	68,344	225,893	267,182	181,283	237,541	342,665	518,298	609,171	834,246	1,124,856	1,306,079	1,656,905	1,788,303	1,958,082
Становништво	1,760	2,849	5,277	16,139	29,536	66,514	132,146	203,631	305,966	428,683	462,970	571,946	602,630	653,586
Јавна предузећа	7,745	33,564	37,885	9,326	11,739	16,165	19,358	17,096	18,050	25,470	50,317	69,522	98,088	106,214
Динарски и динарски индексирани	2,542	4,580	3,678	3,994	5,741	5,216	9,508	13,415	13,908	14,603	42,782	61,464	90,223	100,900
Девизни	5,203	28,984	34,207	5,332	5,998	10,949	9,850	3,681	4,143	10,867	7,535	8,058	7,865	5,313
Привредна друштва	56,607	180,650	209,944	144,317	185,580	248,322	351,417	364,339	490,117	638,514	756,490	961,235	1,017,349	1,119,391
Динарски и динарски индексирани	31,240	44,837	70,700	78,819	109,018	161,214	250,607	299,284	430,485	573,267	697,278	890,815	947,501	1,035,544
Девизни	25,367	135,813	139,244	65,498	76,562	87,108	100,810	65,055	59,631	65,247	59,212	70,421	69,848	83,846
Друге финансијске корпорације	1,146	2,050	3,154	8,392	7,446	8,216	8,868	14,400	6,659	19,533	18,776	35,433	43,758	45,601
Локални ниво власти	263	1,480	1,627	593	1,410	1,269	2,208	5,033	7,008	9,244	11,533	18,106	25,714	31,731
Непрофитне и друге организације	823	5,300	9,295	2,516	1,830	2,179	4,301	4,672	6,446	3,412	5,993	663	765	1,561
Остала актива, нето	16,754	63,418	114,836	19,666	47,930	58,414	64,502	64,821	73,520	49,884	63,150	27,222	16,924	27,820
Депозити, капитал и резервисања	72,128	196,065	293,636	335,557	445,289	565,756	771,251	975,659	1,356,768	1,601,977	1,935,313	2,257,101	2,504,902	2,754,089
Новчана маса М3	24,946	65,204	125,414	191,492	244,732	322,876	458,870	634,470	903,872	992,151	1,205,570	1,360,777	1,500,444	1,641,804
Новчана маса М2	18,676	32,894	68,097	110,896	124,895	146,209	192,180	278,966	390,486	395,025	436,768	410,495	487,914	480,717
Новчана маса М1	14,779	27,026	58,233	93,815	99,303	111,258	144,949	200,090	248,873	240,744	258,427	253,286	293,694	308,699
Готов новац у оптицају	6,707	10,933	25,266	43,719	42,980	45,165	53,650	68,461	77,000	90,075	95,519	91,750	114,190	110,547
Депозити по виђењу	8,072	16,093	32,967	50,096	56,323	66,093	91,299	131,629	171,873	150,669	162,908	161,536	179,504	198,152
Динарски и динарски индексирани орочени и штедни депозити	3,897	5,868	9,864	17,081	25,592	34,951	47,231	78,876	141,613	154,281	178,341	157,209	194,220	172,019
Девизни	6,270	32,310	57,317	80,596	119,837	176,667	266,690	355,504	513,386	597,126	768,802	950,282	1,012,530	1,161,087

Импликације процеса европских интеграција на положај и надлежности Народне банке Србије

депозити														
Рачуни капитала	29,941	37,609	-140,560	83,099	113,187	137,654	175,923	237,141	351,445	491,669	582,895	722,026	778,586	875,757
НБС	3,789	6,725	8,090	6,992	12,817	28,481	35,601	2,341	1,904	59,313	123,187	202,334	208,622	264,266
Банке	26,152	30,884	-148,650	76,107	100,370	109,173	140,322	234,800	349,541	432,356	459,708	519,692	569,964	611,491
Резервисања за губитке	17,241	93,252	308,782	60,966	87,371	105,226	136,458	104,048	101,452	118,156	146,849	174,298	225,872	236,527
По кредитима невладиним секторима	12,382	23,384	35,134	15,076	63,697	78,680	102,930	77,601	75,675	104,496	133,174	161,266	214,171	224,072
По осталим кредитима	4,238	66,557	266,343	41,937	14,973	16,483	21,895	16,878	14,671	6,873	6,079	4,781	4,568	4,886
За остале губитке	621	3,311	7,305	3,953	8,701	10,063	11,633	9,569	11,106	6,787	7,596	8,251	7,133	7,568
Аналитичке ставке														
Нето монетарни ефекти девизних трансакција ¹⁾	-20,711	-101,638	-104,049	114,924	145,497	145,160	191,950	297,967	474,894	433,870	514,730	437,051	554,563	536,874
Нето домаћа актива без девизних депозита државе	92,153	288,309	382,273	188,967	252,845	393,466	530,636	461,872	709,198	1,075,504	1,309,036	1,679,491	1,719,236	1,944,855
Нето кредити невладиним секторима ²⁾	55,962	202,509	232,048	166,207	173,844	263,985	415,368	531,570	758,571	1,020,360	1,172,905	1,495,639	1,574,131	1,734,010
Годишње стопе раста														
М3	25.71	161.38	92.34	52.69	27.80	31.93	42.12	38.27	42.46	9.77	21.51	12.87	10.26	9.42
М2	35.53	76.13	107.02	62.85	12.62	17.07	31.44	45.16	39.98	1.16	10.57	-6.02	18.86	-1.48
М1	48.29	82.87	115.47	61.10	5.85	12.04	30.28	38.04	24.38	-3.27	7.35	-1.99	15.95	5.11

4. Прилог - Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.	II 2013.	
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)														
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4.1	4.7	3.9	6.1	9.0	7.2	5.2	9.5	8.2	8.7	7.6	8.2	7.4	
Девизне резерве/краткорочни дуг	360.7	535.6	702.2	519.2	941.7	917.5	380.8	528.8	546.4	1,861.0	2,213.0	3,285.1	3,459.1	
Девизне резерве/БДП	13.6	16.4	16.3	24.2	38.7	33.8	25.0	36.6	35.7	38.3	36.5	38.9	34.0	
Отплата дуга/БДП	1.4	2.0	3.9	4.7	7.0	10.1	10.6	11.4	12.6	13.0	13.6	13.7	15.4	
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7.0	9.0	16.4	17.7	23.5	33.2	34.0	39.1	35.2	35.6	34.3	33.7	35.6	
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)														
Спољни дуг/БДП	58.7	55.9	49.8	60.1	60.9	60.2	64.6	77.7	84.9	76.7	85.9	87.7	83.1	
Краткорочни дуг/БДП	3.8	3.1	2.3	4.7	4.1	3.7	6.6	6.9	6.5	2.1	1.6	1.2	1.0	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300.9	251.6	211.5	228.9	204.1	197.3	207.6	265.3	236.2	210.3	215.9	216.3	202.8	
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)														
Девизне резерве/М1	143.3	195.1	220.1	290.3	356.1	306.7	300.4	393.4	416.6	429.6	402.1	425.6	371.5	
Девизне резерве/примарни новац	131.9	167.8	165.5	169.8	179.5	173.8	140.7	190.5	196.4	207.6	197.9	213.6	192.1	
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59.3	63.9	73.7	73.6	81.2	85.8	86.8	75.6	88.2	89.3	97.3	94.5	97.6	
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)														
БДП	16,028	17,306	19,026	20,306	23,305	28,468	32,668	28,954	28,006	31,472	29,932	7,446	8,181 ¹⁾	
Спољни дуг	9,402	9,678	9,466	12,196	14,182	17,139	21,088	22,487	23,786	24,125	25,721	26,722	26,072	
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1,635	2,885	3,453	3,314	3,542	4,085	4,084	1,000	1,261	
Девизне резерве НБС	2,186	2,836	3,104	4,921	9,020	9,634	8,162	10,602	10,002	12,058	10,914	11,844	10,673	
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1,050	2,143	2,005	1,830	648	493	361	309	
Биланс текућих трансакција	-671	-1,347	-2,620	-1,778	-2,356	-5,053	-7,054	-1,910	-1,887	-2,870	-3,155	-627	-276	
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ		▮ 2004.	▮ 2005.	▮ 2006.	▮ 2007.	▮ 2008.	▮ 2009.	▮ 2010.	▮ 2011.	▮ 2012.	▮ 2013.			
		Нов.	Мај	Јул	Феб.	Апр.	Јун	Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг	Јул	
	S&P	B+		BB-	BB-	/позитиван	BB-	BB-	BB-	/стабилан	BB-	BB-	BB-	
	Fitch		BB-		BB-	/стабилан	BB-	BB-	BB-	/стабилан	BB-	BB-	BB-	
	Moody's												B1	/стабилан

5. Прилог – Списак табела

Табела 1: Преглед циљева оснивања и тренутног примарног циља одабраних централних банака.....	17
Табела 2: Правни статус и власничка структура одабраних централних банака	27
Табела 3: Мере одговорности централне банке.....	40
Табела 4: Кредитне каматне стопе изабраних централних банака у 2013. години	56
Табела 5: Учешће националних централних банака еврозоне у капиталу Европске централне банке.....	78
Табела 6: Обухват монетарних агрегата у еврозони.....	83
Табела 7: Режији монетарне политике у Србији, 2000-2006. године.....	104
Табела 8: Актуелне стопе обавезне резерве Народне банке Србије.....	110
Табела 9: Издавајање обавезне резерве Народне банке Србије	110
Табела 10: Преглед аукцијске трговине ХоВ којима Народна банка Србије обавља операције на отвореном тржишту	112
Табела 11: Преглед емитованих благајничких записа Народне банке Србије.....	114
Табела 12: Списак гувернера Народне банке Србије.....	117
Табела 13: Структура валута у корпи валута које су одређивале вредност ЕCU.....	149
Табела 14: Калкулација девизног курса ЕCU-а на дан 12.01.1983. године.....	150
Табела 15: Калкулација девизног курса ЕCU на дан 31.12.1997. године	151
Табела 16: Девизни курсеви националних валута које су фиксирале своју вредност у односу на евро.....	152
Табела 17: Укупна домаћа тражња (годишње процентуалне промене)	153
Табела 18: Реални БДП (годишње процентуалне промене).....	153
Табела 19: Пут формирања заједничке монетарне уније у Европи	160
Табела 20: Удео извоза и увоза главних трговинских партнера еврозоне (у %).....	168
Табела 21: Валуте у међународним трансакцијама (дневни процеси спот, форвард и своп трансакција)	169
Табела 22: Развој конкурентности националних валута у периоду од 1999-2004. године (мерено променама релативног нивоа цена)	170
Табела 23: Еволуција испуњености критеријума конвергенције	180
Табела 24: Земље које су постале чланице Европске уније 2004. године и касније, или су у процесу приступања.....	188
Табела 25: Годишња алокација средстава ИПА, дефинисаних Вишегодишњим индикативним финансијским оквиром за период од 2007-2013. године (у милионима евра).....	193
Табела 26: Финансијски резултат Народне банке Србије у периоду од 2002-2012. године.....	197
Табела 27: Просечна пондерисана каматна стопа на динарске државне хартије од вредности Републике Србије	200
Табела 28: Кретање девизног курса динара према одабраним валутама у периоду од 2006-2013. године (подаци на крају периода).....	202
Табела 29: Учешће јавног дуга у БДП Србије од 2000. године до 31.12.2013. године.....	204
Табела 30: Извоз и увоз Србије.....	207
Табела 31: Главни спољнотрговински партнери Србије	208
Табела 32: Регионално окружење, раст бруто друштвеног производа и кретање инфлације, у процентима	209
Табела 33: Дескриптивна статистика, подаци из 2011. године.....	214
Табела 34: Бруто друштвени производ по глави становника, период 2003-2011. године	218

Табела 35: Дескриптивна статистика.....	219
Табела 36: Број земаља у зависности од оптималне тачке раздвајања, и чланства у ЕУ.....	221
Табела 37: Бруто друштвени производ, по глави становника (године и чланство у Европској монетарној унији).....	224

6. Прилог – Списак графика

График 1: Трансмисиони механизам.....	51
График 2: Организација Европског система централних банака.....	70
График 3: Раст друштвеног производа (кварталне промене).....	80
График 4: Стопе инфлације (годишње промене).....	80
График 5: Кретање девизног курса и инфлације (међугодишње процене у %).....	97
График 6: Годишње стопе инфлације (у %).....	98
График 7: Кретање цена (међугодишњи раст у %).....	99
График 8: Пројектована инфлација.....	100
График 9: Пројекција раста БДП.....	100
График 10: Ревизија прогноза ММФ реалног раста БДП за 2013. и 2014. (дневни подаци %).....	101
График 11: Принос на десетогодишње државне обвезнице у зони евра).....	101
График 12: Показатељ премије ризика ЕМБИ одређених по земљама (дневни подаци у базним поенима).....	101
График 13: Кретање курсева одређених националних валута према еврџу (дневни подаци, 30.9.2010=100).....	101
График 14: Кретање индикатора економске активности (десезонирани подаци, ПП 2008=100).....	102
График 15: Доприноси тромесечној стопи раста БДП-расходна страна.....	102
График 16: Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама 2010.).....	102
График 17: Доприноси годишњем расту БДП (у процентним поенима).....	102
График 18: Допринос компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима).....	107
График 19: Кретање цена (међугодишње стопе у %).....	107
График 20: Краткорочна пројекција светских цена (USD/bushel).....	107
График 21: Кретање инфлације примарних производа (међугодишње стопе у %).....	107
График 22: Циљана инфлација и инфлаторна очекивања 12 месеци унапред (међугодишње стопе у %).....	108
График 23: Пројектована инфлација (међугодишње стопе у %).....	108
График 24: Ниво отворености (обим трговине) земаља еврозоне у 2012. (извоз плус увоз, као проценат БДП).....	169
График 25: Кретање номиналног курса динара према америчком долару и еврџу (од 2003-2006) године.....	203
График 26: Спољни дуг РС према сектору дужника у односу на БДП.....	204
График 27: Јавни дуг Републике Србије.....	205
График 28: Дефицит текућег рачуна и фискални дефицит у Србији.....	206
График 29: Фискални дефицит.....	206
График 30: Робна размена Србије са иностранством, 2010. година (у милионима евра).....	208
График 31: Бруто друштвени производ по глави становника у чланицама ЕУ и државама које су изван ЕУ, 2011. година.....	217
График 32: Бруто друштвени производ по глави становника, ЕУ 27=100.....	217
График 33: БДП по глави од 2003 до 2011.....	219
График 34: БДП према години пријема у ЕУ.....	221
График 35: ROC крива, подаци из 2011. године, класификација земаља према чланству у ЕУ.....	222
График 36: ROC крива, подаци из 2003. године, класификација земаља према чланству у ЕУ.....	223
График 37: ROC крива, подаци из 2011. године, класификација земаља према чланству у ЕМУ.....	226

ЛИТЕРАТУРА

1. Alawode A. and Al Sadek M. (2008) What is financial stability? Financial Stability Paper Series, No.1.
2. Alesina A. and Stella A. (2010) Politics of Monetary Policy, NBER, WP 15856.
3. Alesina A. and Summers L. (1993) Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, 25 (2) pp. 151-162.
4. Alesina A. Perotti R. (2004) The European Union: a politically incorrect view, *Journal of Economic Perspectives*, 18 (4) pp. 27-48.
5. Alesina A. Summers L. (1993) Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, 25 (2) pp. 151-162.
6. Alesina A., Ardagna S. and Galasso V. (2008) The Euro and Structural Reforms, NBER, WP 14479.
7. Allen W. and Wood G. (2005) Defining and Achieving Financial Stability, Cass Business School, City University, Special Paper, No.160, 1 (4) pp. 1-31.
8. Apel E. (1998) *European Monetary Integration 1958-2002*, Routledge, London.
9. Archer D. (2009) Decision-making structures, *Issues in the Governance of Central Banks BIS*, pp. 77-90.
10. Babetskii I., Boone L. and Maurel M., (2004), Exchange rate regimes and shocks asymmetry: the case of the accession countries, *Journal of Comparative Economics* 32, pp. 212-229.
11. Bae K. and Bailey W. (2003) *The Latin Monetary Union: Some Evidence on Europe's Failed Common Currency*, Korea University and Cornell University.
12. Balassa B. (1964) The Purchasing-Power Parity Doctrine: a Reappraisal, *The Journal of Political Economy*, 72 (6) pp. 584-596.
13. Baldwin R., Francois J. and Portes R. (1997) The cost and benefits of eastern enlargement: the impact on the EU and central Europe, *Economic Policy*, Vol. 12, pp. 125-176.
14. Bank for International Settlements (1997) 67th Annual Report, Basle.
15. Bank for International Settlements, Monetary and economic Department, Basel, Switzerland, (2000) *Managing Foreign Debt*, BIS Policy Paper, No. 8.
16. Bank of England, *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge, London.
17. Bank of Japan (2013) The "Price Stability Target" under the Framework for the Conduct of Monetary Policy, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122b.pdf
18. Barro R. (1995) Inflation and Economic Growth, NBER, WP 5326, pp. 1-36.
19. Beker E. (2006) Devizno-kursni aranžmani-od ekstrema do 'normale', *Panoeconomicus*, No.1, pp. 31-49.
20. Benigno P. (2004) Optimal monetary policy in a currency area, *Journal of International Economics* No.63, pp. 293-320.
21. Benink H. and Benston G. (2005) The Future of Banking Regulation in developed countries: Lessons from and for Europe, *The Future of Banking Regulation*, Financial Market Group.
22. Berg C. (2006) Checks and Balances for the European Bank and National Central Banks, in: *Workshops, Poceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Enviroment for national Central Banks*, pp. 156-172.
23. Berger H. (2006) Optimal Central Bank Design: Benchmarking for the ECB, u: *Workshops, Poceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Enviroment for national Central Banks*, pp. 197-230.
24. Bernanke B. (2003) A Perspective on Inflation Targeting, At the Annual Washington Policy Conference of of the National Association of Business Economists, Washington, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2003/20030325/default.htm>.

25. Bini-Smaghi L. and Gros D. (2000) Is the ECB Accountable and Transparent?
<http://aei.pitt.edu/567/1/1-Barcelona-EIPA.pdf>.
26. Bini-Smaghi L. and Gros D. (2001) Is the ECB sufficiently accountable and transparent?
European Network of Economic Policy Research Institutes, WP No. 7, pp. 1-23.
27. Blinder A. (1998) Central Banking in Theory and Practise, The MIT Press Cambridge,
London.
28. Bordo M. (1990) The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Evidance,
Economic Review, pp. 18-29.
29. Bordo M. and Jonung L. (1999) The Future of EMU: What Does the History of Monetary
Unions Tell Us? NBER, WP 7365, pp. 1-40.
30. Bruckner M. (2007) The Eastern Enlargement of the Currency Union: Challenges for the
ECB's monetary policy, Norderstedt, Germany.
31. Brunner K. and Meltzer A. (1972) Friedman's Monetary Theory, Journal of Political
Economy Carnegie Mellon University, Research Showcase, 9 (1) pp. 837-853.
32. Buiter W. (2006) The 'sense and nonsense of Maastricht' revisited: What have we learnt
about stabilization in EMU? Journal of Common Market Studies, 44 (4) pp. 687-710.
33. Cairncross A. (1988) Relationships with the Government, the Civil Service, and Parliament,
in Central Banks Independence in Historical Perspective, ed. G. Toniolo, Walter de Gruyter
Berlin, New York.
34. Canzoneri M., Grilli V. and Masson P. (1992) Establishing a central bank: issues in Europe
and lessons from the US, Cambridge: University Press, Cambridge.
35. Chionis D., Gogas P. and Pragidis I. (2010) Predicting European Union Recessions in the
Euro Era: The Yield Curve as a Forecasting Tool of Economic Activity, Int Adv Econ Res,
16, pp. 1-10.
36. Chown J. (2003) A History of Monetary Unions, Routledge.
37. Commission of the European Communities (2009) Communication for the Spring European
Council, Brussels, EC .
38. Connoly M. (1985) On the Optimal Currency Peg for developing Countries, Journal of
Development Economics 18, pp. 555-559.
39. Copelovitch M. and Singer D. (2008) Financial Regulation, Monetary Policy , and Inflation in
the Indudtrialized Word, The Journal of Politics, 70 (3) pp. 663-680.
40. Crockett J. (1999) Rational Expectations, Inflation and Nominal Interest Rate, Rodney L.
White Center for Financial Research, WP No. 10-95, pp. 1-20.
41. Crowe C. and Meade E. (2007) The Evolution of Central Bank Governance around the
World, Journal of Economic Perspectives, 21 (4) pp. 69-90.
42. Crozet M. and Soubeyran P. (2004) EU enlargement and the internal geography of countries,
Journal of Comparative Economics 32, pp. 265-279.
43. Cukierman A. (2007) Nezavisnost centralne banke i institucije monetarne politike: prošlost,
sadašnjost i budućnost, Panoeconomicus, No. 4, pp. 367-395.
44. Cukierman A., Miller G.P. and Neyapti B. (2000) Central bank reform, liberalization and
inflation in trznition economies - an international perspective, Center for Economic
Research, No. 2000-106.
45. Cukierman A., Webb S. and Neyapti B. (1992) Measuring the Independence of Central Banks
and Its Effect on Policy Outcomes, The World Bank Economic Review, 6(3) pp. 353-398.
46. Currie D. (1991) Hard-ERM, hard ECU and European Monetary Union, in Canzoneri M,
Grilli V. and Masson P. (eds.) Establishing a central bank> issues in Europe and lessons from
US, Cambridge University Press, pp. 127-148.
47. Dabrowski M. and Rostowski J. (2001) The eastern enlargement of the EU, London.

48. Dabrowski M. and Rostowski J. (eds) (2006) *The eastern enlargement of the Eurozone*, Berlin: Springer.
49. Davies H. and Green D. (2010) *Banking on the Future, the Fall and Rise of Central Banking*, Princeton University Press.
50. De Grauwe P. and Gros D. (2009) *Accountability and Transparency in Central Banking*, Study commissioned by the Policy Department of the Directorate Economic and Scientific Policy of the European Parliament, Brussels.
51. De Haan J. and Berger H. (2010) *The European Central Bank at Ten*, Berlin, Springer.
52. Dearden S. (1999) *The CFA and European Monetary Union*, Manchester Metropolitan University DSA European Development Policy Study Group Discussion Paper No. 14.
53. Debelle G. and Fischer S. (1994) *How independent should a central bank be*, Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston, Vol 38, pp. 195-225.
54. Dellas H. and Tavlas G. (2009) *An optimum-currency-area odyssey*, Bank of Greece, WP No.102.
55. Dermine J. (2006) *European Banking Integration: Don't Put the Cart before the Horse*, Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol 15, pp. 57-106.
56. Derose S. and Baras J. (2005) *The Maastricht criteria on price and exchange rate stability and ERM II*, in Schadler Susan (eds.) *Euro adaption in Central and Eastern Europe: Opportunities and challenges*, IMF, pp. 128-141.
57. Di Noia C. and Di Giorgio G. (1999) *Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks Be Given to Different Agencies?* http://eprints.luiss.it/735/1/411_digiorgio_1999.pdf.
58. Dvorsky S. (2006) *Comparing Central Bank Legislation in Southeastern Europe: Selected Cases*, u: *Workshops, Poceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Enviroment for national Central Banks*, pp. 69-95.
59. Dvorsky S. (2007) *Central Bank Independence in Southeastern Europe with a View to EU Integration-Revisited*, No. 1.
60. Dyson K. (2000) *The Politics of the Euro-Zone, stability or breakdown?* Oxford University Press, New York.
61. Ђукић Ђ. (2011) *Да ли је могућа брза деевризација привреде Србије, Нова стратегија развоја привреде Србије: изазови економске политике у 2011. години*, Економски факултет у Београду, Београд, стр. 203-213.
62. Ђуровић-Годоровић Ј. (2007) *Усклађеност стратегије НБС са стратегијама ЕЦБ, Изазови економске науке и праксе у процесу придруживања Европској унији*, Економски факултет у Нишу, Ниш, стр. 487-499.
63. Ђуровић-Годоровић Ј. и Ђорђевић М. (2011) *Монетарна стратегија*, Економски факултет, Ниш.
64. Ђуровић-Годоровић Ј., Ђорђевић М. и Сиљковић Б. (2009) *Монетарна политика Европске централне банке и Народне банке Србије у условима глобалне финансијске кризе*, у: *Економска политика Србије у 2010. години: Ка новом моделу макроекономске стабилности, зборник радова*, Београд, стр. 363-379.
65. ECB (2005) *Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan*, Monthly Bulletin, April 2005, Frankfurt, ECB.
66. ECB (2006) *Financial statistics for a global economy*, Third ECB Conference on Statistics, May 2006, Frankfurt, ECB.
67. ECB (2007) *How the euro become our money*, Frankfurt, ECB, pp. 1-94.
68. ECB (2008) *Monthly Bulletin*, ECB.
69. ECB (2010) *Euro money market study*, Frankfurt, ECB.
70. ECB (2011) *Monetary policy of the ECB*, Frankfurt, ECB.

71. ECB (2011) Monthly bulletin, Frankfurt, ECB.
72. Economic and Financial Affairs, The Euro in the World,
http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/index_en.htm.
73. Economic Survey of Latin America and the Caribbean (2013) Eastern Caribbean Union (ECCU), <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/3/50483/EEI-ECCU.pdf>
74. Edison H. (1986) Is the ECU an Optimal Currency Basket, International Finance Discussion Paper, No. 289, pp. 1-33.
75. Ehrmann M. and Fratzscher M (2005) Transparency, Disclosure and the Federal Reserve, European Central Bank, WP No. 457.
76. Engels W. (1981) The Optimal Monetary Unit : Real-asset Currency, State Monetary Sovereignty, and the Private Issue of Bank Notes, Frankfurt : Campus Verlag.
77. Enoch C. and Gulde A. (1998) Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems, Finance Development, IMF, 35 (4).
78. European Central Bank (2010) EU Banking Structures, ECB.
79. European Central Bank (2011) The International Role of the Euro, European Central Bank
80. European Central Bank (2011) The Monetary Policy of the ECB, European Central Bank.
81. European Central Bank (2012) Financial Stability Review, ECB.
82. European Commission (2008) Economic Forecast, EC, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
83. European Commission (1983) The role of the ECU in the EMS and its other official functions,
http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter12/19830218theroleoftheecuintheems.pdf.
84. European Commission (2005) Annex II to the White paper on financial services policy 2005-2010, Brussels: EC, pp. 1-27.
85. European Commission (2005) White paper: Financial services policy 2005-2010, Brussels: EC, pp. 1-16.
86. European Commission (2006) European Economy, Directorate-general for Economic and Financial Affairs, Enlargement Papers.
87. European Commission (2006) Financial integration monitor, Brussels: EC, pp. 1-88.
88. European commission (2006b) FSAP evaluation, Part I: Process and implementation, Brussels: EC, pp. 1-39.
89. European Commission (2007) European Financial Integration Report, Brussels: EC, pp. 1-80.
90. European Commission (2007) Implementing the renewed Lisbon strategy for growth and jobs, Brussels: EC, pp. 1-22.
91. European Commission (2010) Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank, Regulating Financial Services for Sustainable Growth, Brussels, EC.
92. European Commission (2011) Annual Report on Financial Assistance for Enlargement, EC.
93. European Commission (2011) European Financial Stability and Integration report 2010, Brussels, EC.
94. European Commission, Enlargement-transitional provisions
<http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=466&langId=en>.
95. European Council (1978) Resolution of the Brussels European Council on the establishment of the EMS, http://www.cvce.eu/content/publication/1999/1/1/0deff52f-cd95-4d18-9eff-4db7d5ea344b/publishable_en.pdf.

96. European Union (2003) Directive 2003/41EC of the European Parliament and of the Council, Official Journal of the European Union, <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2003:235:0010:0021:en:pdf>.
97. European Union (2012) Consolidates Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, Official Journal of the European Union, 55 (326) pp. 108-109.
98. European Union, Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, Official Journal of the European Union, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en_protocol_4.pdf.
99. Европски покрет у Србији (2011) Инструменти за претприступну помоћ Европске уније, Београд.
100. Фабрис Н. Еуризација као режим монетарне политике Србије? http://www.ekof.bg.ac.rs/nastava/osnovi_makro_ekonomije/radovi/n-f/N-F-14.pdf.
101. Фискални савет Републике Србије (2011) Оцена испуњености фискалних правила у 2011. години.
102. Фискални савет Републике Србије (2013) Оцена фискалних кретања у 2012. години и изазови у 2013. и 2014. години, март.
103. Ferguson R. (2003) Should financial stability be an explicit central bank objective? In BIS Papers, Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views, No 18, pp. 7-15.
104. Frankel J. (2005) Real convergence and euro adaption in Central and Eastern Europe: Trade and business cycle correlations as endogenous criteria for joining the EMU, in Schadler Susan (ed.) Euro adaption in Central and Eastern Europe: Opportunities and challenges, IMF, pp. 9–22.
105. Friedman M. (1953) 1970 Essays in Positive Economics, University of Chicago Press, pp. 3-43.
106. Friedman M. (1956) The Quantity Theory of Money-a Restatement, Studies in the Quantity Theory of Money, University Chicago Press, pp. 129-138.
107. Fry M. (2000) Key Issues in the Choice of Monetary Framework, In Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne (eds): Gadanecz B. and Jayaram K. (2005) Measures of financial stability – a review, IFC Bulletin No. 31.
108. Фуртула С. (2011) Фискални критеријуми конвергенције као потенцијални катализатор неуспеха ЕМУ, Теме, Бр.1, стр. 209-225.
109. Фуртула С. и Марковић Д. (2010) Монетарни систем Европске уније, Економски факултет у Крагујевцу, Крагујевац.
- 110.** Garcia-Benau M. and Zorio A. (2004) Audit Reports on Financial Statments Prepared According to IASB Standards: empirical evidence from European Union, International Journal of Auditing, 8 (3) pp. 237- 252.
111. Ghosh A. and Ostry J. (2009) Choosing an Exchange Rate Regime, Finance and Development, 46 (4) pp. 38-40.
112. Ghosh A., Terrones M. and Zettelmeyer J. (2008) Exchange Rate Regimes and External Adjustment: New Answers to an Old Debate, International Monetary Fund, pp. 1-16.
113. Goldstein M. (2002) Managed Floating Plus, Institute for International Economics, Washington.
114. Golubović S. (2009) The European standards on the independence of the central bank and the position of the central bank of Serbia, Facta Universitatis: Law and Politics, 7 (1) pp. 1 – 10.

115. Goodfriend M. (2009) Central banking in the credit turmoil: an assessment of Federal Reserve Practise, Carnegie Mellon University and National Bureau of Economic Research.
116. Goodfriend M. and King R. (1988) Financial deregulation, monetary policy, and central banking, Federal Reserve Bank of Richmond's Economic Review, 74 (3) pp. 3-22.
117. Goodhart C. (1998) The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas, European Journal of Political Economy, Vol 14, pp. 407-432.
118. Goodhart C. and Schoenmaker D. (1995) Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated? Oxford Economic Papers, New Series, 47 (4) pp. 539-560.
119. Goodhart C.A.E. (1995) The Central Bank and the Financial System, MIT Press edition.
120. Goodhart C.A.E. The Changing Role of Central Banks, Financial Markets Group, London School of Economics, <http://www.bis.org/events/conf100624/goodhartpaper.pdf>.
121. Grier K. (1989) On the Existence of a Political Monetary Cycle, American Journal of Political Science, 33 (2) pp. 376-389.
122. Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G., Malinvaud E. and Pagano M. (1991) Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, Economic Policy 6 (13) pp. 341-392.
123. Гргић Д. и Кордић Г. (2011) Аналогија кризе земаља с маргине еурозоне с кризом у Босни и Херцеговини и Хрватској, Економска мисао и пракса, бр. 1, стр. 203-224.
124. Грубишић З. (2005) Систем и политика девизног курса данас у свету, Економски анали, бр. 165, стр. 55-80.
125. Grozev R. (2006) Strengthening the Guarantees for Independence of a Central Bank in Compliance with EU Requirements: The Case of Bulgaria, u: Workshops, Poceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Environment for national Central Banks, pp. 95-137.
126. Grubel H. (1970) The Theory of Optimum Currency Areas, The Canadian Journal of Economics, 3 (2) pp. 318-324.
127. Hasan I. and Mester L. (2008) Central Bank Institutional Structure and Effective Central Banking: Cross – Country Empirical Evidence, Federal Reserve Bank of Philadelphia, WP No. 08, pp. 1-33.
128. Hendricksa T. and Kempa B. (2009) Monetary policy and the credit channel, broad and narrow, <http://www.wiwi.uni-muenster.de/iioe/forschen/workingpaper/Eastern-Economic-Journal.pdf>.
129. Hooghe L. (2001) The European Commission ant the integration of Europe: images of governance, Cambridge University Press.
130. Hughes Hallett A. and Libich J. (2006) Central Bank Independence, Accountability and Transparency: Complements or Strategic Substitutes? Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper, No. 5470.
131. International Monetary Fond (2012) Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restiction, <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>.
132. International Monetary Fund (1999) Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles IMF, <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/Code/index.htm>.
133. International Monetary Fund (2000) Monetary and Financial Statistics Manual, International Monetary Fund.
134. Jaybec B. (2002) Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies: The Case of Slovenia, William Davidson Institute Working Paper No. 504.

135. Jovanović M. (2004) *European Economic Integration Limits and Prospects*, Routledge, London.
136. Капурал М. (2005) Слобода кретања радника у проширеној Европској Унији и њезин утјецај на Хрватску, http://www.fes.hr/E-books/pdf/Pridruzivanje%20hrvatske%20EU_3_svezak/05_0.pdf.
137. Karras G. and Stokes H. (2001) Time-varying criteria for monetary integration Evidence from the EMU, *International review of Economics and Finance* No. 10, pp.171-185.
138. Kelton S. (2005) *Behind Closed Doors: The Political Economy of Central banking in the United States*, No.47.
139. Kenen P. (1995) *Economic and monetary union in Europe: moving beyond Maastricht*, Cambridge : Cambridge University Press.
140. Keynes, J. M. (1987) *Економски есеји*, Матика српска, Нови Сад.
141. Коматина М., Палић М. и Вукићевић Б. (2005) Индекс монетарне рестриктивности/експанзивности у Србији, Народна банка Србије, Центар за истраживања.
142. Козарић К. (2007) Модели монетарне са освртом на валутни одбор Босне и Херцеговине, Централна банка Босне и Херцеговине.
143. Крстић И. (2007) Истраживачки рад: Одрживост аранжмана валутног одбора у БиХ, ЕППУ, БиХ.
144. Крстић Б. Маринковић С. и Јемовић М. (2010) Актуелне контраверзе о надлежностима централне банке у односу на њене традиционалне функције, *Економске теме* бр. 4, стр. 481-498.
145. Крушкових Б. (2008) Транспарентност у раду националних банака, *Индустрија*, 36 (2) pp. 107-129.
146. Лазаревић Г. (2013) Програмирање и коришћење предприступних фондова ЕУ, у *Изазови европских интеграција*, *Часопис за право и економију европских интеграција*.
147. Лопандић Д. (2005) Реформа Европске уније, Западни Балкан и Србија, *Закаслена интеграција*, http://www.raris.org/download/regionalizacija/reforma_eu_zapadnibalkan_srbija%20Dusko%20Lopandic.pdf.
148. Laurens B. Arnone M. and Segaloto J. (2009) *Central Bank Independence, Accountability, and Transparency, A Global Perspective*, IMF.
149. Lindner I. Dvorsky S. (2006) Institutional Changes in the European Integration Process-the OeNB's Experience, u: *Workshops, Proceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Environment for national Central Banks*, pp. 53-69.
150. Mafi-Kreft E. and Sobel R. (2006) Does a Less Active Central Bank Lead to Greater Economic Stability? Evidence from the European Monetary Union, *Cato Journal*, 26(1) pp. 49-70.
151. Maliszewska, M. (2006) EMU Enlargement and Trade Creation, in: Dabrowski, M. and J. Rostowski (eds.), *The Eastern Enlargement of the Eurozone*, Heidelberg: Springer, pp. 63-73.
152. Маринковић С. (2006) Избор девизног режима: резултати и ограничења, *Економски анали*, бр.168, стр. 73-94.
153. Марковић Д. и Фуртула С. (2009) Унилатерална евроизација као монетарни феномен, *Економски хоризонти*, 11 (2) стр. 33-46.
154. Marinković S. (2004) *Designing an Incentive-Compatible Safety Net in a Financial System in Transition: The Case of Serbia*, DP35 South East Europe Series.
155. Marinković S. and Šabotić Z. (2012) Optimum currency area: Lessons learnt from recent experience, *Facta Universitatis: Economics and Organization*, 9 (4) pp. 457-466.

156. McCallum B. (1999) Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions, NBER, Monetary Unions Conference, pp. 1-31.
157. McCallum B. and Nelson E. (1999) Nominal income targeting in an open-economy model, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3) pp. 553-578.
158. McKinnon R. (1963) Optimal Currency Areas, *The American Economic Review*, 53 (4) pp. 717-725.
159. McKinnon R. (2001) Optimum Currency Areas and the European Experience, <http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf>.
160. Meade E. (2008) Political framework and legal status, *Issues in the Governance of Central Banks*, BIS, pp. 57-75.
161. Meltzer A. (1988) Keynes's Monetary Theory, A Different Interpretation, *Cato Journal*, Cambridge University Press, New York.
162. Miller V. (2011) The EU's Acquis Communautaire, *International Affairs and Defence Section*.
163. Минић Ј. и Лопандић Д. (2000) Припреме за европску интеграцију, Европски покрет у Србији, Београд.
164. Ministry of Foreign Affairs Republic of Poland (2012) Report Polish Presidency of the Council of the European Union, Final Report preparations, achievements, conclusions, Warsaw.
165. Mischin F. (1992) Anatomy of a Financial Crisis, *Journal of Evolutionary Economics*, No. 2, pp. 115-130.
166. Mishkin F. (2000) Inflation targeting in emerging market countries, NBER, WP 7618, pp. 1-12.
167. Mishkin F. (2001) Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Case Studies from Latin America, in *Current Issues in Emerging Market Economies*, pp. 1-35.
168. Mishkin F. (2004) Can Central Bank Transparency Go Too Far? NBER, WP No.10829, Cambridge, pp. 1-31.
169. Mishkin F. (2006) Monetary Policy Strategy: How did we get here? WP 12515, NBER, Cambridge.
170. Moser-Boehm P. (2006) The relationship between the central bank and the government, BIS, pp. 44-63.
171. Moser-Boehm P. (2009) Relations with government, *Issues in the Governance of Central Banks*, BIS, pp. 91-102.
172. Mulhearn C. and Vane H. (2008) *The Euro: its origins, development and prospects*, Cheltenham: Edward Elgar.
173. Mundell R. (1961) Optimal Currency Area, *American Economic Review*, 51 (4) pp. 657-665.
174. Mundell R. (1968) A Theory of Optimum Currency Area, *International Economics*, pp. 177-186.
175. Mundell R. (2000) Currency Areas, Volatility and Intervention, *Journal of Policy Modeling*, 22 (3) pp. 281-299.
176. Mundell, R. (1999) A reconsideration of the Twentieth Century, Nobel Prize Lecture, December 8, Stockholm.
177. Народна банка Србије (2006) Економски преглед, јул.
178. Народна банка Србије (2006) Извештај о инфлацији, четврто тромесечје.
179. Народна банка Србије (2006) Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике, на путу ка остварењу циљева ниске инфлације.
180. Народна банка Србије (2007) Извештај о инфлацији.
181. Народна банка Србије (2008) Извештај о инфлацији, фебруар.

182. Народна банка Србије (2008) Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.
183. Народна банка Србије (2009) Анализа дуга Републике Србије, децембар.
184. Народна банка Србије (2009) Извештај о инфлацији, фебруар.
185. Народна банка Србије (2009) Извештај о инфлацији, фебруар.
186. Народна банка Србије (2010) Извештај о инфлацији, фебруар.
187. Народна банка Србије (2011) Извештај о инфлацији, фебруар.
188. Народна банка Србије (2012) Извештај о инфлацији, фебруар.
189. Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији, фебруар.
190. Nenovsky, N. (2006) Monetary convergence on the road to EMU: Conceptual Issues for Eastern Europe, ICER, WP No. 33.
191. Neyer U. (2007) The Design of the Eurosystem's Monetary Policy, Heidelberg : Physica-Verlag, Springer.
192. O'Brennan J. (2006) The eastern enlargement of the European Union, New York.
193. Obstfeld M. (2012) Notes on Seigniorage and Budget Constraints, Economics 202A, pp. 1-7.
194. Obstfeld M. and Rogoff K. (1995) Exchange Rate Dynamics Redux, The Journal of Political Economy, 103 (3) pp. 624-660.
195. Obstfeld, M. and K. Rogoff (1996) Foundations of International Macroeconomics (Cambridge, MA: MIT Press).
196. Popa C. (2006) Institutional Developments and Accession to the European Union: The Perspective of the Banca Nationala a Romaniei, u: Workshops, Poceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Enviroment for national Central Banks, pp. 36-49.
197. Posen A. (2002) Six Practical Views of Central Bank Transparency, Institute for International Economics, pp. 1-27.
198. Преговарачка поглавља, 35 корака ка Европској унији, www.europa.rs.
199. Предлог Закона о измени и допуни Закона о осигурању, http://www.parlament.gov.rs/upload/archive/files/lat/pdf/predlozi_zakona/4829-13Lat.pdf.
200. Прокопијевић М. (2007) Европска монетарна унија, Грађевинска књига, Београд.
201. Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_statute_2.pdf.
202. Radović I. (2009) Challenges for Monetary policy in the Enlarged European Monetary Policy, Panoeconomicus, pp. 95-110.
203. Radziwill, A. and Walewski, M. (2006) Future EMU membership and wage flexibility, u: Dabrowski and Rostowski (eds.) pp. 113-129.
204. Reserve Bank of New Zeland (2009) Explaining New Zealand's Monetary Policy, http://www.rbnz.govt.nz/research_and_publications/fact_sheets_and_guides/3064172.pdf,
205. Rockoff H., The History of the U.S. As a Monetary Union, NBER, <http://www.nber.org/digest/jun00/h0124.html>.
206. Roggof K. (2005) The euro at five: Short-run pain, long-run gain? Journal of Policy Modeling 27, pp. 441-443.
207. Rogoff K. (1996) The Purchasing Power Parity Puzzle, Journal of economic Literature, 34 (2) pp. 647-668.
208. Ross G. (2004) Monetary integration and the French model, In: Martin and Ross (eds.) pp. 76-102.
209. Rostowski J. (2006) Why should the new member states join EMU? In: Dabrowski and Rostowski (eds.) The eastern enlargement of the Eurozone, Berlin: Springer, pp. 1-14.

210. Rostowski, J. (2006) How to reform the stability and growth pact, u: Dabrowski and Rostowski (eds.) The eastern enlargement of the Eurozone, Berlin: Springer, pp. 147-157.
211. Samuelson P. (1964) Theoretical Notes on Trade Problems, The Review of Economics and Statistics, 46 (2) pp. 145-154.
212. Sapp S. (2004) Are all Central Bank interventions create equal? An empirical investigation, Journal of Banking and Finance, 28(3) pp.443-474.
213. Sayers R. (1976) The Bank of England 1891-1944, Vol. 1, University Printing House, Cambridge, p.1.
214. Schadler S. (2005) Euro adoption in Central and Eastern Europe, International Monetary Fund.
215. Scheller H. (2006) The European Central Bank: history, role and functions (2nd revised eds.) European Central Bank.
216. Schinasi G. (2004) Defining Financial Stability, WP/04/187, International Monetary Fond.
217. Schmitz S. and Wood G. (2006) Institutional Change in The Payment System and Monetary Policy, Routledge Taylor and Francis Group.
218. Schober-Rhomberg A. (2006) The Development of the Division of labour between the ECB and the NCBs, In: Workshops, Poceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Enviroment for national Central Banks, pp.185-197.
219. Selgin G. (2010) The Futility of Central Banking, Cato Journal, 30 (3) pp. 465-473.
220. Shiratsuka S., Takahashi W., Teranishi Y., and Ueda K. (2010) Future of Central Banking under Globalization: Summary of the 2010 International Conference Organized by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan, Monetary and economic studies.
221. Shiue C. (2005) From Political Fragmentation towards a Customs Union: Border Effects of the German Zollverein, 1815 to 1855, http://spot.colorado.edu/~shiue/BorderEffects_022504.pdf.
222. Sims C. (1972) Money, Income, and Causality, The American Economic Review, 62 (4) pp. 540-552.
223. Стаменковић С., Ковачевић М., Живковић Б., Вучковић В. и Милојевић Т. (2011) Економска политика Србије у 2011: почетак или крај развојног модела? Нова стартегија развоја привреде: изазови економске политике у 2011. години, економски факултет у Београду, стр. 1-30.
224. Stojanovski T. (2006) Legal Independance of the Narodna banka na Republika Makedonija, u: Workshops, Poceeding of OeNB Workshops, The European Integration Process: a Changing Enviroment for national Central Banks, pp. 150-156.
225. Sundararajan V., Das U. and Yossifov P. (2003) Cross-Country and Cross-Sector Analysis of Transparency of Monetary and Financial Policies, International Monetary Fond, WP/03/94.
226. Swofford J. (2000) Microeconomic foundation of an optimal currency area, Review of financial Economics, No. 9, pp. 121-128.
227. The Federal Reserve System (1936) 2005. Purpose and Functions, Board of Governors of the Federal Reserve System Washington.
228. The Maastricht Treaty (1992) Provisions Amending the Treaty Establishing the European Economic Community with a View to Establishing the European Community, <http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>.
229. Toniolo G., Conte L. and Vecchi G. (2003) Monetary Union, institutions and financial market integration: Italy, 1862–1905, Explorations in Economic History 40 (2003) pp. 443–461.

230. Vanssay X. (1999) *Monetary Unions in Historical and Comparative Perspective*, Third International Conference Institutions in Transition, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, Maribor.
231. Vilaret S., Pješić V. i Đukić M. (2009) Central bank independence: National Bank of Serbia and European Central bank legislation, *Tržište, novac, kapital*, 42 (3) pp. 21-37.
232. Влада Републике Србије (2013) Одлука о образовању преговарачког тима за вођење преговора о приступању Републике Србије Европској унији, http://www.seio.gov.rs/upload/documents/nacionalna_dokumenta/pregovori_sa_eu/odluka_pregovaracki_tim.pdf.
233. Влада Републике Србије, Канцеларија за европске интеграције, <http://www.seio.gov.rs/srbija-i-eu/ko-je-ko/koordinaciono-telo-za-proces-pristupanja-eu.788.html>.
234. Влаховић, М. и Церовић С. (2005) Независност централне банке-примјер земаља Западног Балкана, Централна банка Црне Горе, Сектор за истраживања и статистику, Радна студија бр. 5.
235. Wallace H. (2005) Exercising power and influence in the European Union: The role of member states, In: Balmer and Lequesne, pp. 25-43.
236. Welfens P. (1996) *European Monetary Integration : EMS Developments and International Post-Maastricht Perspectives*, 3. revised and enlarged eds: Springer, Berlin.
237. Wieland V. (2010) *The Science and Practise of Monetary Policy Today*, Center for Financial Studies, Frankfurt.
238. Winkler B. (2000) *Whick kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making*, ECB, WP No. 26.
239. Закон о Народној банци Србије, Сл. Гласник РС, бр. 72/2003.
240. Закон о девизном пословању, Службени гласник РС, бр. 62/2006.
241. Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима, Службени гласник РС, бр. 85/2005.
242. Закон о изменама и допунама закона о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима, Службени гласник РС, бр. 85/2005 и 31/2011.
243. Закон о Народној банци Србије (2010) Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, Службени гласник РС, бр. 12/2010.
244. Закон о Народној банци Србије, Одлука о монетарној политици у 2002. години, Службени лист СРЈ, бр. 72/01.
245. Закон о Народној банци Србије, Одлука о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, Сл. гласник РС, бр. 48/2004, 60/2007, 35/2008 и 73/2008.
246. Закон о Народној банци Србије, Одлука о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залоге хартија од вредности, Сл. гласник РС, бр. 52/2008 и 40/2010.
247. Закон о Народној банци Србије, Одлука о условима одобравања кредита за одржавање ликвидности банака, Сл. гласник РС, бр. 96/2008.
248. Закон о обавезном осигурању, Службени гласник РС, бр. 51/2009.
249. Закон о слободном приступу информацијама од јавног зналаја, Службени гласник РС”, бр. 120/2004, 54/2007, 104/2009 и 36/2010.
250. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Сл. гласник РС, бр. 6/2009 и 8/2009.
251. Zoubanov, N. (2006) *Uneven growth in a monetary union*, In: Dabrowski and Rostowski (eds.) pp. 159-181.

252. Žugić, R., Fabris, N. (2011) Financial stability as a goal of central banks, Central Bank of Montenegro, Publications Division.
253. Живковић А. и Кожегинац Г. (2006) Монетарна економија, Економски факултет, Београд.
254. Живковић Б., Стаменковић С. и Вучковић В. (2007) *Нови модел монетарне регулације, Економика предузећа*, Вол. 55, стр. 46-56.
255. Жугић Р. и Фабрис Н. (2010) Финансијска стабилност као циљ централних банака, Актуелна питања црногорске економије, Централна банка Црне Горе, стр.13-30.
256. <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2003/20030325/default.htm>.
257. <http://www.vibilia.rs/srpski/izvestaj/0508/Uvodjenje%20valutnog.pdf>.
258. http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/index_en.htm.
259. http://www.europa.rs/srbija-i-evropska-unija/pomoc_EU_srbiji/card.html.
260. http://www.piie.com/publications/chapters_preview/342/5iie3365.pdf.
261. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/>.
262. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm>.
263. <http://www.hnb.hr/o-hnb/ho-hnb.htm>.
264. <http://www.cbbh.ba/index.php?id=13&lang=sr>.
265. http://www.cb-mn.org/index.php?mn1=monetarna_politika&mn2=cilj_monetarne_politike_cbcg.
266. <http://www.evropa.gov.rs/CBC/PublicSite/Default.aspx>.

Биографија

Зенаида Шаботић је рођена 9. јула 1982. године у Новом Пазару. Дипломирала је на Економском факултету у Крагујевцу априла 2007. године са просечном оценом 9,70 одбранивши дипломски рад на тему „Привредни развој општине Нови Пазар у периоду од 1995-2005“. Школске 2007/2008. године уписала је докторске студије на Економском факултету у Нишу, модул Финансије и банкарство, и положила све испите предвиђене планом и програмом докторских академских студија са просечном оценом 9,45.

Након завршених основних студија, запослила се на Државном универзитету у Новом Пазару, у звању сарадника у Центру за научно-истраживачки рад. Септембра 2010. године је изабрана у звање асистента за ужу научну област Пословна економија и менаџмент. Зенаида Шаботић изводи вежбе на предметима Маркетинг, Међународне финансије, Економика образовања, Статистика 1, Статистика 2, као и на мастер студијама на предмету Савремено образовање и развој.

Зенаида Шаботић је објавила преко петнаест научних и стручних радова у домаћим научним часописима и на домаћим и међународним конференцијама. Била је члан програмског, редакцијског и организационог одбора II Студентске конференције под називом “Интегрисани универзитет и мобилност студената – предности и дилеме”, одржаној априла 2011. године на Државном универзитету у Новом Пазару, као и III Студентске конференције под називом "Улога универзитета у превазилажењу друштвено - економске кризе", одржаној априла 2012. године на Државном универзитету у Новом Пазару.



ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом

Импликације процеса европских интеграција на положај и надлежности
Народне банке Србије

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација, ни у целини, ни у деловима, није била предложена за добијање било које дипломе, према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

У Нишу, _____

Аутор дисертације: _____ Зенаида Шаботић

Потпис докторанта:



**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНЕ И ЕЛЕКТРОНСКЕ ВЕРЗИЈЕ
ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Име и презиме аутора: _____ Зенаида Шаботић _____

Студијски програм: _____ Економија _____

Наслов рада: _____ Импликације процеса европских интеграција на положај и надлежности Народне банке Србије _____

Ментор: _____ Проф. др Срђан Маринковић _____

Изјављујем да је штампана верзија моје докторске дисертације истоветна електронској верзији, коју сам предао/ла за уношење у **Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, који су у вези са добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу, _____

Аутор дисертације: _____ Зенаида Шаботић _____

Потпис докторанта:



ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да, у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, унесе моју докторску дисертацију, под насловом:

Импликације процеса европских интеграција на положај и надлежности

Народне банке Србије

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons), за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство – некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да подвучете само једну од шест понуђених лиценци; кратак опис лиценци је у наставку текста).

У Нишу, _____

Аутор дисертације: _____ Зенаида Шаботић

Потпис докторанта:
