

Аутори

Проф. др Борис Сиљковић

Проф. др Енис Ујкановић

Доц. др Никола Павловић

Рецензенти

Проф. др Јадранка Ђуровић Тодоровић,
Економски факултет, Универзитет у Нишу

Проф. др Марина Ђорђевић,
Економски факултет, Универзитет у Нишу

Проф. др Суад Бећировић,
Универзитет у Новом Пазару

Проф. Др Небојша М. Денић,
Природно-математички факултет, Универзитет у Приштини

Издавач

Универзитет у Новом Пазару
Број акредитације НИО 660-01-0009/2023-03/11

За издавача

Проф. др Суад Бећировић

Компјутерска и техничка припрема
Енис Ујановић

Штампа

Графицолор, Краљево

Тираж

100

ИСБН: 978-86-83074-21-1

Одлуком Сената Универзитета у Новом Пазару бр. 1954/25/VII-5 од
27.11.2025. године одобрено је објављивање ове монографије.



**УНИВЕРЗИТЕТ
У НОВОМ ПАЗАРУ**

Проф. др Борис Сиљковић

Проф. др Енис Ујкановић

Доц. др Никола Павловић

**ЕВОЛУЦИЈА МОНЕТАРНИХ СТРАТЕГИЈА
У РАЗВИЈЕНИМ И ЕКОНОМИЈАМА У
ТРАНЗИЦИЈИ КРОЗ ПОСЕБАН ОСВРТ НА
АКТУЕЛНЕ ТРЕНДОВЕ БЕСКОНТАКТНОГ
НАЧИНА ПЛАЋАЊА**

Нови Пазар, 2025.

ПРЕДГОВОР

Научна монографија под називом Еволуција монетарних стратегија у развијеним и економијама у транзицији кроз посебан осврт на актуелне трендове бесконтактнoг начина плаћања представља резултат дугогодишњег истраживачког рада. Циљ нам је био да на свеобухватан начин прикажемо еволуцију монетарних стратегија у развијеним земљама и земљама у транзицији, са посебним нагласком на специфичности и искуства Србије и савремених трендова бесконтактнoг плаћања данас.

Полазиште рада чини разматрање теоријских аспеката стратегије монетарне политике и потребе за избором оптималног модела у различитим економским и институционалним околностима. Анализирају се карактеристике монетарних стратегија у развијеним економијама, као и разлози различитих монетарних перформанси у земљама у транзицији. Посебна пажња посвећена је еволутивном путу стратегија Народне банке Србије после 2000. године, чиме се жели указати да развој монетарне политике подразумева сложене институционалне, организационе и техничке промене које могу обезбедити прогресиван ток и унапређење већ изабраних модела. Овај модел прати посебан осврт на примену учинка модела електронског начина плаћања присутног у свету и Србији.

Монографија, осим теоријског доприноса, нуди и увид у практична искуства примене монетарних стратегија. Разматрају се услови и ограничења у којима поједине земље спроводе своје монетарне политике, као и специфични фактори који одређују резултате у Србији – од координације монетарне, фискалне и спољнотрговинске политике, преко степена отворености привреде и њене изложености домаћим и спољним шоковима, до избора режима девизног курса.

Посебна вредност ове монографије огледа се у анализи савремених трендова дигитализације плаћања, а нарочито у осврту на развој и перспективе бесконтактних начина плаћања у свету, Европској унији, посебно Србији. Управо овај сегмент указује на динамичност и неопходност прилагођавања монетарних стратегија у условима технолошких и финансијских иновација.

Конечно, монографија има за циљ да понуди смернице за даље унапређење стратегије монетарне политике Народне банке Србије, како би се убрзало прилагођавање и подстакли све значајнији привредни развој земље у условима технолошког прогреса и напретка електронског модела плаћања присутног данас у свету.

Аутори

САДРЖАЈ

СКРАЋЕНИЦЕ	6
СПИСАК ТАБЕЛА	9
СПИСАК СЛИКА.....	15
УВОД	17
I ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ.....	21
1. Стратегије монетарне политике централног банкарства	22
1.1. Кејнзијански механизам монетарне стратегије.....	22
1.2. Монетаристички приступ стратегији монетарне политике	28
1.3. Промена става о вођењу монетарне политике у савременим условима	31
2. Таргетирање девизног курса.....	35
2.1. Основе концепта таргетирања девизног курса	35
2.2. Искуства изабраних земаља са таргетирањем девизног курса.....	36
2.3. Доларизација/евроизација као опција режима девизног курса ..	39
2.4. Трендови назнака процеса дедоларизације у свету данас	42
3. Таргетирање монетарних агрегата	47
3.1. Поуке из праксе употребе монетарних агрегата као таргета	47
3.2. Предности и недостаци таргетирања монетарних агрегата.....	49
4. Теоријско и практично утемељење стратегије таргетирања инфлације	51
4.1. Основна начела и циљеви концепта таргетирања инфлације	51
4.2. Стратешки избор монетарне политике таргетирања инфлације ..	54
4.3. Валоризовање и праћење успешности монетарне политике циљане инфлације у изабраним земљама	58
5. Стратегија таргетирања стопе раста номиналног БДП.....	63
5.1. Теоријске основе стратегије таргетирања стопе раста номиналног БДП	63

5.2. Предности и недостаци стратегије таргетирања номиналног БДП	66
6. Таргетирање каматне стопе	68
6.1. Каматна стопа као најчешћи таргет у монетарној политици.....	68
6.2. Значај каматне стопе као информационе варијабле	69
II ТРАНЗИЦИЈА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ РАЗВИЈЕНИХ ЕКОНОМИЈА	74
7. Искуства и правци различитих стратегија монетарне политике развијених економија до данашњих дана	75
7.1. Монетарне стратегије развијених економија 80-их и 90-их година XX века	75
7.2. Примена монетарних таргета насупрот политици таргетирања инфлације.....	78
7.3. Куда иде стратегија монетарне политике у развијеним економијама	90
8. Трансмисиони механизам и стратегија монетарне политике Европске централне банке	97
8.1. Монетарна трансмисија у Европској унији	97
8.2. Стабилност цена као примарни циљ јединствене монетарне политике.....	100
8.3. Хибридна стратегија ЕЦБ-а	108
8.4. Економска и монетарна анализа стратегије монетарне политике ЕЦБ-а	113
9. Услови и ограничења стратегије монетарне политике Фед-а.....	122
9.1. Утврђивање таргета у монетарној политици ФЕД-а -искуства и поуке	122
9.2. Инструменти монетарне политике ФЕД-а.....	128
9.3. Толерантна монетарна политика ФЕД-а у време финансијских криза	143
9.4. Монетарна стратегија Фед-а у условима глобалне финансијске кризе	148
9.5. Тест за мере монетарне политике Америчких Федералних Резерви САД, пре и после коронавирусне кризе	152

III ПЕРФОРМАНСЕ МОНЕТАРНИХ СТРАТЕГИЈА У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ.....	155
10. Историјска искуства са разноврсним стратегијама монетарне политике у земљама у транзицији.....	156
10.1. Адекватност стратегије монетарног таргетирања у земљама у транзицији.....	156
10.2. Искуства концепта таргетираних номиналних дохотка у транзиционим земљама.....	160
10.3. Коегзистенције таргетирања девизног курса и циљања	161
11. Таргетирање девизног курса као честа монетарна стратегија транзиционих економија	167
11.1. Избор режима девизног курса у транзиционом периоду	167
11.2. Валутне кризе у земљама у транзицији.....	169
12. Стратегија монетарне политике таргетирања инфлације.....	173
12.1. Анализа искустава у примени циљања инфлације у изабраним земљама у транзицији	173
12.2. Независност централне банке у функцији контролисања инфлације.....	187
13. Евроизација као стратегија монетарног осамостаљивања	196
14. Валутни (новчани) одбори у пракси земаља у транзицији	203
IV ЕФЕКТИ И ПЕРСПЕКТИВА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ	217
15. Карактеристике режима монетарне политике НБС у периоду после 2000. године	218
15.1. Репо каматна стопа као најважнији инструмент новог оквира монетарне политике	218
15.2. Обавезна резерва у улози помоћног инструмента монетарне политике у Србији.....	221
16. Трансмисиони канали монетарне политике НБС и његове специфичности.....	227
16.1. Девизни курс и банкарско кредитирање као најважнији трансмисиони канали монетарне политике	227
16.2. Канал каматне стопе у српском економском миљеу	233

17. Монетарни изазови Србије у сусрет захтевима монетарне интеграције ЕУ	237
17.1. Алтернатива одабраног таргетирања инфлације насупрот евроизацији	237
17.2. Критеријуми конвергенције као услов уласка у Европску монетарну унију	243
18. Оквир монетарне политике, циљање инфлације Народне банке Србије.....	249
18.1. Досадашња искуства у спровођењу изабране монетарне стратегије НБС.....	249
18.2. Могућности и ограничења стратегије циљане инфлације НБС.	254
18.3. Очекивања кретања стопе циљане инфлације у средњорочном периоду у Србији	259
19. Мере за унапређење монетарне стратегије НБС	263
V ТРЕНДОВИ РАЗВОЈА БЕЗГОТОВИНСКИХ ДРУШТАВА ЕКОНОМИЈА ЕУ И СРБИЈЕ	286
19.1. Кратак опис безготовинског друштва у свету и Србији	286
19.2. Актуелни трендови безготовинских друштава у ЕУ економијама	288
19.3. Дигитализација као стандард плаћања у САД, Србији, Црној Гори и ЕУ	293
19.4. Дигиталне иновације.....	296
19.5. Дигитално плаћање –дебитне и кредитне картице	300
19.6. Искуства са коришћењем картица –дебитним и кредитним са посебним освртом на мобилна плаћања -пример Србије и Црне Горе	301
19.7. Кретања примене безготовинског начина плаћања у економијама Европске Уније.....	305
20. Онлајн банкарство у Србији и Црној Гори	307
20.1. Интернет (онлајн) банкарство у Србији и Црној Гори	307
20.2. Електронски новчаници (PayPal, Revolut, Wise).....	310
20.3. Банкарски дигитални новчаници –могућност плаћање преко мобилних телефона у Србији и Црној Гори	316

21. Биткоин плаћања правци, искуства и трендови	321
21.1. Домаће тржиште криптовалута у Србији	321
21.2. Тржиште крипто валута у Србији са освртом на трендове у свету	325
21.3. Будућност криптовалутног тржишта у Србији.....	328
22. Нови поглед на безготовинско друштво у Црној Гори и Србији.....	330
22.1. Безготовинско плаћање у Црној Гори.....	330
22.2. Безготовинска плаћања у Србији	331
22.3. Тренд, будућности безготовинског плаћања у појединим економијама ЕУ и Југоисточној Европи.....	334
23. Перспектива електронског начина плаћања у Србији	337
23.1. Предности безготовинског начина плаћања	337
23.2. Инфраструктурна мрежа за безготовинско плаћање-трендови у Србији	340
24. Актуелни статус е –трговине у Србији кроз осврт на стање у ЕУ	342
24.1. Интернет куповина у Србији, актуелни трендови 2024. године и почетком 2025. године.....	343
24.2. Предикције и предвиђања у вези са локалним и глобалним тржиштем е-трговине за 2025. годину	346
ЗАКЉУЧАК	348
ЛИТЕРАТУРА.....	364
Интернет извори:.....	390

СКРАЋЕНИЦЕ

БДП	–	Бруто домаћи производ
GDP	–	Gross Domestic Product
НБДП	–	Номинални бруто домаћи производ
САД	–	Сједињене Америчке Државе
US	–	United States
ЕМС	–	Европски монетарни систем
ЕУ	–	Европска унија
ЕМУ	–	Европска монетарна унија
ММФ	–	Међународни монетарни фонд
IMF	–	International Monetary Fund
ЕЦБ	–	Европска централна банка
ECB	–	European Central Bank
OECD	–	Organisation for Economic Co-operation and Development
FOMC	–	Federal Open Market Committee
US-FOMC	–	United states - Federal Open Market Committee
NBER	–	National Bureau of Economic Research
FED	–	Federal Reserve Sistem
MENA	–	Middle East and North Africa
ЕЦБ	–	Европска централна банка
CPI	–	Consumer Price Index
FFR	–	Federal Funds Rate
БОЈ	–	Банка Јапана
ЦД	–	Депозитни сертификати
ИТ	–	Инфлационо таргетирање
RBA	–	Reserve Bank of Australia
HCPI	–	Harmonized Consumer Price Index

HICP	– Harmonised Index of Consumer Prices
PCEPI	– Personal Consumption Expenditures Price Index
ESCB	– European System of Central Banks
ESM	– European Stability Mechanism
SSM	– Single Supervisory Mechanism
PCE	– Personal Consumption Expenditures
MA	– Монетарна анализа
EA	– Економска анализа
ЕМЦСБ	– Европски монетарни систем централне банке
FFR	– Federal Funds Rate
CBO	– Congressionals Budget Office
KE	– Quantitative Easing
BOC	– Bank of Canada
BOE	– Bank of England
TARP	– Treasury Asset Relie Plan
MBS	– Mortgage Backed Securities
СФРЈ	– Социјалистичка Федеративна Република Југославија
БС	– Банка Словеније
ПДВ	– Порез на додату вредност
USD	– United States Dollars
ERM	– Exchange Rate Mechanism
CBC	– Central bank of Chile
CNB	– Czech National Bank
BNR	– Banka Nationala a Romaniei
CBI	– Central Bank Independence
ESCWA	– Economic and Social Commission for Western Asia
UN	– United Nations
DESA	– Department of Economics and Social Affairs
CLI	– Cumulative Liberalization Inflation

СДИ	– Стране директне инвестиције
CEFTA	– Central European Free Trade Agreement
ЈИЕ	– Југоисточна Европа
BELL	– Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania
USAID	– United States Agency for International Development
ЦББиХ	– Централна банка Босне и Херцеговине
НБС	– Народна банка Србије
РС	– Република Србија
НКОСК	– Националан корпорација за осигурање стамбених кредита
ЦБЦГ	– Централна банка Црне Горе
ОР	– Обавезне резерве
ФАС	– Фијат аутомобили Србија
НИС	– Нафтна Индустрија Србије
OENB	– Oesterr Eichische National Bank
ЦиИЕ	– Централне и Источне Европе
PNB	– Poland National Bank
CZNB	– Czech National Bank
BNB	– Bulgaria National Bank
NBA	– National Bank Albania
RNB	– Romanian National Bank
TNB	– Turkish National Bank
CESEE	– Central, Eastern and Southeastern Europe
СРЈ	– Савезна Република Југославија
ООТ	– Операције на отвореном тржишту
EMS	– European Monetary System
СДК	– Служба друштвеног књиговодства
ЗОП	– Завод за обрачун и плаћање
FRED	– Federal Reserve Economic Data

СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1. Монетаристички приступ трансмисионом механизму монетарне политике.....	31
Табела 2. Алтернативне дефиниције таргетирања инфлације	52
Табела 3. Макроекономске варијабле у земљама са циљаним стопама инфлације и у другим земљама.....	61
Табела 4. Реални раст БДП, инфлације и стопе незапослености САД у периоду 1979-1984. године	79
Табела 5. Таргетирани распон за М1, М2 и М3 и стварна стопа раста у САД 1981-1983. године	80
Табела 6. Пројектовани и остварени монетарни таргет (М2+ЦД) у Јапану 1978-1988. године	81
Табела 7. Таргетирани и остварени раст М1 у Канади у периоду 1975-1981. године	82
Табела 8. Монетарни таргети и пројекције	84
Табела 9. Просечна годишња стопа инфлације у појединим економијама.....	85
Табела 10. Економије са концептом инфлационог таргетирања	87
Табела 11. Индекс потрошачких цена у развијеним економијама	88
Табела 12. Експлицитан и имплицитан облик циљане инфлације 2013. године и остварени десетогодишњи просек инфлације у одабраним развијеним економијама	89
Табела 13. Експлицитни и имплицитни облик инфлационог таргетирања у водећим развијеним економијама у 2013. години.....	93
Табела 14. Просечно трансмисионо кашњење монетарне политике великих развијених економија и нових чланица ЕУ	97
Табела 15. Годишња инфлација (%) у јулу 2013. године, у растућем редоследу економија ЕУ.....	101
Табела 16. Међународно поређење циљева водећих централних банка у свету кроз стабилност цена	104
Табела 17. Развијене земље ЕУ: стопа раста БДП у периоду 2004-2011. године са прогнозом раста 2012-2014. године	107

Табела 18 Монетарна кретања у еврозони, монетарни агрегати и главне компоненте	110
Табела 19. Укупни хармонизовани индекс потрошачких цена (HICP) на простору еврозоне 2000-2013. године	119
Табела 20. Остварена и прогнозирана стопа раста потрошачких цена, стопе незапослености, главне рефинансирајуће стопе, просек раста ГДП-а и краткорочне и дугорочне каматне стопе на јединственом монетарном простору еврозоне у периоду 2012-2017. године.....	120
Табела 21. Макроекономски резултати и пројекције немачке привреде у периоду 2012-2017. године	121
Табела 22. Таргетирана и остварена стопа раста М1, САД у периоду 1975-1984. године (квартално).....	123
Табела 23. Инфлација и бруто домаћи производ у САД у периоду 1960-2012. године	125
Табела 24. Стопа незапослености и стопа инфлације у САД у периоду 2006-2009. године	126
Табела 25. Пројекције БДП-а и стопе незапослености FOMC-а, ЦБО-а (СВО) и ММФ-а за САД, 2013-2014. године	128
Табела 26. Учешће државних хартија од вредности у Федовом портфељу у периоду 1915-1935. године	129
Табела 27. Просечан годишњи износ у репо и обрнутим репо трансакцијама САД у периоду 1996-2010. године	136
Табела 28. Ликвидност “убризгавана” од стране Федералних резерви САД путем политике “дисконтног шалтера”	139
Табела 29. Ефекат смањења обавезних резерви и смањење камата на федералне фондове на билансе банкарског система 1990-1992. године	141
Табела 30. Резерве депозитних институција САД јуна 2001. године	142
Табела 31. Обавезна резерва Фед-а 2014. године.....	143
Табела 32. Тренд раста/пада каматне стопе на десетогодишње државне обвезнице САД у периоду 1960-1980. године	145
Табела 33. Комуникација и одлучивање међу најважнијим банкама у свету 2007. године	146
Табела 34. Курс каматне стопе Федералних резерви САД и стопе инфлације кроз историју у периоду 1955-2012. године	147

Табела 35. Каматна стопа на Федералне резерве (Federal funds rate) 2007-2008. године	148
Табела 36. Квантитативни програми Америчких Федералних Резерви у периоду 2008-2012. године	151
Табела 37. Актуелни трендови и економске прогнозе БДП-а, стопе незапослености и потрошачких цена САД у периоду 2010-2016. године.	151
Табела 38. Остварена инфлација и таргетирани распон инфлације у Перуу 1990-2001. године	157
Табела 39. Циљана и остварена стопа раста МЗ и стопа инфлације у периоду 1997-2001. године у Словенији	159
Табела 40. Просечна инфлација у Чешкој Републици, Пољској и Мађарској у периоду 1999-2005. године	163
Табела 41. Еволуција система девизног курса у Пољској 1990-2010. године	165
Табела 42. Макроекономске перформансе изабраних транзиционих економија пре и током примене концепта таргетирања девизног курса	168
Табела 43. Прогнозе раста реалног БДП-а (у %)	172
Табела 44. Ниво таргетиране стопе инфлације-искуство	174
Табела 45. Кретање инфлационог таргетирања и стопе инфлације у Колумбији од 1999. до 2013. године	177
Табела 46. Таргетирана и остварена инфлација у Бразилу 1999-2012. године	177
Табела 47. Стопа раста БДП-а, стопа незапослености и актуелна инфлација у Бразилу 1999-2007. године	179
Табела 48. Просечна инфлација у Чилеу 1990-2013. године	180
Табела 49. Кретање стопе инфлације у Чилеу пре и после примене инфлационог таргетирања	181
Табела 50. Привредни раст појединих водећих земаља у развоју	182
Табела 51. Прогнозе репо каматне стопе и стопе инфлације Централне банке Чешке Републике 2013-2014. године	183
Табела 52. Кретање инфлационог таргета у Чешкој Републици	184
Табела 53. Стопа раста БДП, стопа незапослености, таргет М1, актуелна инфлација и остварење таргета у Румунији у периоду 2000-2013. године	186

Табела 54. Рангирање независности централне банке и правне одговорности у земљама Латинске Америке.....	188
Табела 55. Стопа инфлације земаља Латинске Америке у периоду 2004-2012. године	189
Табела 56. Стопа инфлације економије Јемена 1999-2011. године.....	190
Табела 57. Ранг централних банака и њихова правна независност (индекс) у периоду 2000-2009. године	191
Табела 58. Просечно остварена инфлација 2004-2011. и прогноза инфлације у периоду 2012-2014. године “нових” економија ЕУ	192
Табела 59. Инфлација, стабилизациони програми, централнобанкарске реформе и Цукерманова (Cukierman) централна банка и индекс независности	193
Табела 60. Кумулативни индекс либерализације цена (CLI).....	194
Табела 61. Правна независност централних банака ESCWA економија и стопа инфлације у периоду 1970-2009. године	195
Табела 62. Квартална корелација између Црне Горе и зоне евра	197
Табела 63. Стопа привредног раста Црне Горе и ЕУ-15 у периоду 2004-2011. године са проценом раста у 2012. и 2013. години.....	198
Табела 64. Главни трговински партнери Црне Горе током 2013. године .	201
Табела 65. Валутни одбори и данашњи системи слични валутном одбору	204
Табела 66. Стопа раста БДП-а у Бугарској, Естонији, Литванији и Летонији (BELL земље) и ЕУ-27 у периоду 2004-2011. године.....	206
Табела 67. Поређење основних карактеристика валутних одбора у Бугарској, Естонији, Литванији и Аргентини.....	207
Табела 68. Аргентински стабилизациони програм у бројкама.....	210
Табела 69. Макроекономски индикатори Бугарске пре увођења аранжмана валутног одбора	212
Табела 70. Стопа реалног раста БДП-а и инфлације Босне и Херцеговине у периоду 2004-2013. године	214
Табела 71. Просечна годишња инфлација и стопа незапослености у транзиционим економијама за период 2002-2012. године.....	215
Табела 72. Ранг листа изабраних земаља по индексу корупције у свету .	216

Табела 73. Активне каматне стопе НБС и стопа инфлације у Србији	221
Табела 74. Однос издвојене обавезне резерве и укупних депозита, односно активе банака и обавезне резерве у Србији и региону Југоисточне Европе јуна 2013. године.....	223
Табела 75. Актуелне стопе обавезне резерве за 2014. годину	224
Табела 76. Каматне стопе по основу обавезне резерве и есконтна/референтна каматна стопа у периоду од јануара 2005. до септембра 2008. године	226
Табела 77. Кретање макроекономских индикатора у Србији 2001-2012. године	232
Табела 78. Буџетски дефицит и кредити банака држави у Србији 2001-2006. године	234
Табела 79. Допринос стварању БДП банкарских институција или компанија у Србији, Словенији и ЕУ 2013. године	235
Табела 80. Преглед режима монетарне политике Србије од 2006. године	237
Табела 81. Евроизација у депозитима и кредитима у Србији и економијама Централне и Источне Европе (ЦИИЕ) 2012. године.....	240
Табела 82. Просечне стопе инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације и кретање инфлације у Србији у периоду 2005-2013. године.	244
Табела 83. Просечне дугорочне каматне стопе у три земље ЕУ са три најниже инфлације и просечна каматна стопа на хартије од вредности НБС за ООТ и просечна каматна стопа на трезорске записе РС.....	246
Табела 84. Девизни курс (vis-a-vis evra) у периоду 2005-2010. године	247
Табела 85. Таргетирани и остварени ново инфлације и референтна каматна стопа у Србији 2006-2008. године.....	251
Табела 86. Таргетирана и остварена инфлација у Србији и просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције (референтна каматна стопа) у периоду 2009-2013. године	253
Табела 87. Макроекономски индикатори за Србију 2005-2013. године ..	258
Табела 88. Раст регулисаних цена и допринос раста регулисаних цена укупној инфлацији у Србији 2013. године.....	261

Табела 89. Остварена стопа инфлације у Србији, Хрватској, Црној Гори, Словенији, Босни и Херцеговини и Албанији 2013. године са пројекцијом инфлације у периоду 2014-2018. године	262
Табела 90. Преглед референтних каматних стопа водећих централних банака и стопа незапослености у свету и у Србији	265
Табела 91. Каматне стопе на динарске кредите и стопа инфлације у Србији у периоду 2007-2013. године	269
Табела 92. Коришћење инстаграм мреже у сусрет релним приликама коришћења корисника мобилне мреже у Црној Гори	298
Табела 93. Број банкомата у државама Балкана крајем 2024. године на 100 хиљада становника 2024. године	303

СПИСАК СЛИКА

Слика 1. Кејнзијански трансмисиони механизам монетарне политике.....	25
Слика 2. Блок-схема кејнзијанског трансмисионог механизма монетарне политике	26
Слика 3. Кејнзијански механизам монетарне политике тзв. замка ликвидности	27
Слика 4. Монетаристички трансмисиони механизам монетарне политике.....	29
Слика 5 Алокација америчког долара у главним централним банкама света 1966-2022.године	44
Слика 6. Kvartalne promene glavnih valuta u svetu početkom 2025.godine...	44
Слика 7. Удео САД, Кине и Русије у глобалној трговини 2023. године	45
Слика 8. Трендови концепта циљане инфлације у тржишним привредама и привредама у развоју у периоду 1990-2011. године	90
Слика 9. Актуелне репо каматне стопе у одређеним економијама у периоду 2001-2013. године	113
Слика 10. Стратегија монетарне политике ЕЦБ-а, економска анализа.....	115
Слика 11. Европска Унија и кретање монетарних агрегата М1 и М3, 2002-2012. године	118
Слика 12. Стопа инфлације и незапослености у току мандата три председника Америчких Федералних Резерви.....	126
Слика 13. Каметне стопе ФЕДа 1961-2021. године	153
Слика 14. Девизни курс и монетарно таргетирање	162
Слика 15. Валутна структура кредита одобрених приватном сектору у посттранзиционим привредама 2008. године	239
Слика 16. Валутна структура одобрених кредита у изабраним економијама Централне и Источне Европе 2009. године	241
Слика 17. Међугодишња промена потрошачких цена у Србији у периоду 2012-2013. године	253
Слика 18. Пројектована инфлација и вероватноће остварења пројекције	262

Слика 19. Број и вредност дневних плаћања према ситуацији плаћања, еврозона, 2019–2024. година.....	289
Слика 20. Индекс дигиталног интензитета ЕУ 2023. године (% предузећа и банака)	291
Слика 21. Број нових дигиталних банака у свету, 2014–2023. година.....	292
Слика 22. Проценат куповине на ПОС терминалима и трансакција картицама у трговинама у Србији 2020-2024.године	302
Слика 23. Прва биткоин мењачница у Турској 2018. године	325
Слика 24. Врста и учесталост коришћења банкарских картица	331
Слика 25. Плаћање онлајн путем у Србији 2023.године	332
Слика 26. Употреба банкарских картица у Србији 2023.године	333
Слика 27. Број куповина на интернету употребом картица и електронског новца у Србији	346

УВОД

Стратегије монетарне политике су током историје биле условљене разноврсним утицајима, па су, сходно томе, претрпеле трансформације како у земљама у транзицији тако и у развијеним економијама. Рад се бави еволуцијом стратегија монетарне политике код нас и свету, с посебним освртом на стратегију монетарне политике коју је спроводила и спроводи НБС. Важно је истаћи да се еволуција монетарних стратегија не посматра само у историјском контексту, већ се, с обзиром на специфичности економских система, разликује у зависности од земље. Присутна је дилема да ли изабрана монетарна стратегија треба да води рачуна само о ценовној стабилности или треба да подржава и друге циљеве, првенствено запосленост и привредни раст. Релевантне теорије које прате практичне аспекте истраживања представљене су у раду као резултат развоја академске мисли и груписане су кроз основне проблеме различитих монетарних стратегија и праваца монетарне политике. На основу тога се може закључити да су сталне промене монетарне стратегије евидентираније кроз релевантне теоријске концепте монетариста и кејнзијанаца, или њихових варијанти, које су биле у центру пажње током историје до данашњих дана.

Предмет истраживања ове монографије јесте сагледавање теоријских и практичних аспеката еволуције и примене разноврсних стратегија монетарне политике у развијеним и земљама у транзицији. Истраживања се односе на развијене економије, уз компаративну анализу и приказ разноврсних стратегија у земљама у транзицији, са посебним освртом на ефекте и последице изабране монетарне стратегије НБС.

Циљеви истраживања се могу сажети на:

1. Теоријску анализу разноврсних монетарних стратегија кроз историју до данашњих дана.
2. Сагледавање проблема и избора при конципирању оптималне монетарне стратегије.
3. Испитивање трансформација монетарне политике ФЕД-а, ЕЦБ и других водећих централних банака у свету.
4. Анализа макроекономске позиције изабраних земаља у транзицији и стратегија њихових монетарних установа од 70-их и 80-их година прошлог века до данашњих дана.
5. Испитивање генезе стратегија монетарне политике развијених економија и перформанси монетарних стратегија у земљама у транзицији и,

6. Анализе и конкретне препоруке за изабрану монетарну стратегију НБС.
7. Сагледавање утицаја технолошког развоја на успостаљање безготовинских друштава у економијама ЕУ и Србије и начина на који се обављају финансијске трансакције.

Ради остваривања циљева овог рада коришћена је анализа кроз методолошки приступ који је у функцији постизања очекиваних резултата. У циљу остваривања објективног истраживања, утврђивања узрочно-последичних односа и појава које се истражују и тестирања хипотеза, примењиване су следеће методе: а) интердисциплинарни приступ, б) дескрипција, в) индуктивна метода (од појединачног ка општем истраживању), г) дедуктивна метода (од општег ка појединачном истраживању), д) анализа (рашчлањавање целине на саставне делове), ђ) синтеза (повезивање делова система у целину), е) статистичке методе, ж) компаративна метода, з) верификациона метода и и) метода генерализације. За тематику овог рада значајни су подаци које објављују бројне националне и међународне институције (ММФ, Банка Енглеске, ФЕД, ЕЦБ, Банке Јапана, НБС и интернет странице изабраних централних банака развијених и економија у транзицији, Еуростата, Ernst & Younga, Савезног Комитета за отворено тржиште САД, Конгресне канцеларије за буџет САД, УН). Такође је коришћена и обимна домаћа и страна литература, као и велики број података који је доступан на интернету.

Овај рад полази од више кључних хипотеза, при чему се као основна хипотеза истиче да еволуција (развој) стратегије монетарне политике у развијеним земљама и земљама у транзицији који обухвата сложене институционалне, организационе и техничке промене, чијим се динамизирањем и унапређењем може постићи узлазна линија прогреса одабраних стратегија, са посебним освртом на мере за унапређење изабране монетарне стратегије НБС. Од осталих значајнијих хипотеза за доказивање образложених сазнања, дилема, закључака и предложених решења користимо следеће:

- Успешна стратегија монетарне политике, поред јасно дефинисаних циљева и критеријума, мора да представља јасно дефинисану мрежу активности и догађаја, што треба да буде плод теоријских поставки које прате практичне последице исте.
- Централни процес везан за избор одговарајуће монетарне стратегије треба да се одвија на основу јасно дефинисаног програма одабране стратегије, као и уз уважавање развијених односа унутар транзиције у континуитету одабраних монетарних стратегија, уважавајући специфичности развијених и економија у транзицији.

- Сам избор оптималне стратегије је кохерентан процес, па различите циљеве макроекономске и монетарне политике треба ускладити и остварити уз помоћ ефикасне економске политике и посебно њених делова. Ово је могуће остварити сталном и благовременом управљачком акцијом централних монетарних власти и државе, при чему тзв. нова стратегија монетарне политике у целини и њених делова постаје иновациона монетарна стратегија.
- Управљачка и организациона трансформација изабране стратегије монетарне политике врхунске монетарне установе постају неопходност будуће успешне примене изабране монетарне стратегије.
- Информације, знање, а посебно искуство људи из монетарне сфере економије су кључни за избор адекватне стратегије монетарне политике.
- Ефекти појединих стратегија монетарне политике на нивоу сваке земље зависе од великог броја субјективних и објективних околности и правилном макроекономском политиком, а посебно адекватном монетарном политиком, могу се унапредити.
- Србија је извршила избор одговарајуће стратегије монетарне политике, али свакако треба користити искуства других која могу указати на неисказане могућности ради бољег и бржег унапређења изабране монетарне стратегије.
- Развој безготовинских система плаћања директно утиче на трансмисиони механизам монетарне политике. Савремене монетарне стратегије морају узети у обзир убрзање дигитализације финансијског сектора, јер безготовинске трансакције утичу на ликвидност и ширење монетарне базе, што је кључни параметар за контролу инфлације и стимулсање економског раста.
- Технолошка спремност и инфраструктурни развој представљају предуслове за модернизацију монетарних стратегија које укључују коришћење дигиталних валута централних банака (CBDC) и напредних платних платформи. Ове иновације пружају нове инструменте централним банкама за вођење циљане и ефикасније монетарне политике са мање ризика од поремећаја у платном систему.
- Развој безготовинског друштва може утицати на смањење сиве економије, повећавајући ефикасност монетарних трансакција и приходне стране државног буџета, што монетарне стратегије могу

искористити као додатни канал макроекономске контроле и унапређења економске стабилности.

Монографија посебно обрађује трендове развоја безготовинских друштава у економијама ЕУ и Србије који сведоче о значајним технолошким и системским променама у начину на који се обављају финансијске трансакције. Са напретком рачунарске технологије и све већом употребом интернета, дигитална и мобилна плаћања постала су доминантан облик у већини развијених земаља. Примери попут Шведске и Норвешке показују да су те државе практично на путу ка апсолутно безготовинском друштву, где готовина чини свега око 2% укупних плаћања, док земље као што је Кина иновирају са дигиталним валутама централних банака (CBDC). Насупрот томе, у Србији безготовинске трансакције су још увек у развоју због недовољно развијене инфраструктуре и недостатка свеобухватне едукације становништва. Ипак, раст коришћења електронских платних система у Србији и региону указује на снажне потенцијале за унапређење и дигиталну трансформацију финансијског сектора.

I ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Као резултат развоја академске мисли, стратегије монетарне политике су у својој дугој еволуцији непрекидно мењане. Сталне промене монетарне политике централног банкарства довеле су до унапређења стратегија монетарне политике у свету. Као резултат нашег истраживања, у првом поглављу ћемо детаљније размотрити:

- а) кејнзијански механизам монетарне стратегије,
- б) монетаристички приступ стратегији монетарне политике и
- в) промену става о вођењу монетарне политике у савременим условима.

У раду ће бити речи и о концепту таргетирања девизног курса, монетарном таргетирању, таргетирању инфлације, таргетирању номиналног БДП и таргетирању каматне стопе. У фокусу наше пажње на крају ће бити проблем временске недоследности стратегије монетарне политике.

1. Стратегије монетарне политике централног банкарства

1.1. Кејнзијански механизам монетарне стратегије

Кејнзијанска стратегија монетарне политике, иако настала средином тридесетих година прошлог века, своје право отелотворење у пракси је имала тек шездесетих година. У том периоду се веровало да се са мало вишом стопом инфлације може “купити” економски раст. Џон Мајнард Кејнс (John Maynard Keynes) је заговорник присуства континуиране благе инфлације као појаве функционисања самог капиталистичког система. У то време је експанзивна монетарна политика требало да делује као нека врста скривеног опорезивања неактивног новца.¹

Кејнзијанска теорија се залаже за вођење благе експанзивне кредитно-монетарне политике, како би дошло до компензације и амортизације рецесионог јаза у привреди. Кејнзијански механизам монетарне стратегије почивао је на тези да, померањем каматне стопе нагоре или надолу, држава може да утиче на одлуке да ли инвестирати или ће капиталисти позајмљивати капитал у циљу “грејања” или “хлађења” привреде. Рецесионе трендове у привреди Кејнс види као узрок смањивања стопе приноса од капитала у односу на каматне стопе. Ако је очекивана стопа приноса капитала нижа од тржишне каматне стопе, или јој је једнака, онда долази до застоја инвестиционих активности. Тада се власницима капитала више исплати да се баве рентијерством, него да новац улажу у инвестиције.² Дакле, неопходан (али не и довољан) услов за кејнзијанску монетарну стратегију јесте ниска каматна стопа, која изазива кредитну експанзију (или, евентуално, нижа штедња). Манипулацију каматним стопама Кејнс, на крају, ипак види само као један од инструмената за подстицање инвестиција. Он истиче да је мало вероватно да ће утицај политике централне банке на банкарске каматне стопе бити сам по себи довољан да би се одредио оптимални ниво инвестиција. Овим су кејнзијанци наглашени и као скептици у погледу ефикасности монетарне политике.

¹ Грубишић З., Фабрис Н., Галић Ј., 2011, “Нове тенденције у монетарној политици”, Зборник радова са Друге међународне научне конференције “Економија интеграција”, Тузла, 8-9. децембра, стр. 243.

² Ђуровић Тодоровић Ј., 2010, “Монетарна економија”, Економски факултет, Ниш, стр. 297.

Кејнзијанци верују у индиректну везу између новца и реалног БДП. Они сматрају да експанзивна монетарна политика повећава понуду зајмовних средстава расположивих кроз банкарски систем, због чега ће каматне стопе пасти. Са нижим каматним стопама се агрегатни расходи за инвестиције обично повећавају, због чега реални БДП расте. Дакле, монетарна политика може само индиректно утицати на раст реалног БДП.

Узроке инфлације кејнзијанци посматрају више институционално, првенствено кроз притиске својих радника на компаније да подижу зараде. Компаније потом такве плате радника морају да правдају кроз накнадно повећање цена како би оствариле већи профит. Ово изазива повећање и плата и цена, што захтева повећање понуде новца да би привреда могла да функционише. Главни узрок инфлације трошкова, по кејнзијанцима, јесте бржи пораст најамнина радника у односу на продуктивност рада. Самим тим, влада и централна банка штампају новац како би одржале корак са инфлацијом. Кејнзијанци иначе инфлацију посматрају као узрок промене понуде новца. Процес генерисања инфлације се, по кејнзијанцима, може приказати на следећи начин:³

↑ трошкови производње => ↑ цене => ↑ тражња новца => ↑
количина новца

Кејнз је страховао да би каматне стопе могле изазвати претерану инфлацију или дефлацију. Ако инвестиције прелазе уштеде, може доћи до инфлације, и обрнуто, до дефлације. То би значило контролу каматних стопа као средство за борбу против инфлације. Дакле, економско благостање у држави, по Кејнзу, зависи од одржавања каматне стопе на нивоу који води штедњи и инвестицијама тако да помаже стабилизовању цена. Тај модел представља кључ монетарне стратегије коју би централне банке у свету данас могле да воде.⁴

Уопштено посматрано, стратегија Кејнзове експанзивне монетарне политике одговара више “нормалним” временима јер монетарна експанзија само тада може да стимулише економију. Према мишљењу кејнзијанаца, монетарна политика има другоразредну улогу и треба да се

³ Видети детаљније: Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 301.

⁴ Dileo, Petrino, “*The return of Keynes?*”, *International socialist review*, Issue 63, January-February 2009, подаци доступни на адреси <http://www.isreview.org/org/issues/63/feat-keynes.shtml>, доступно дана 01.04. 2012.

користи углавном и само као подршка фискалној политици. Кејнз сматра да монетарна политика сама по себи није довољна за подстицање инвестиција.

Кејнзијански приступ трансмисионог механизма јесте процес у коме промене у монетарном сектору (повећање или смањење каматних стопа (i)) имају утицај у реалном сектору, повећавајући или смањујући инвестиције (I), познате као капитал. Постоји инверзан или негативан однос између каматне стопе и капитала и инвестиција. То значи да се, када се каматна стопа повећава, капитал или инвестиције у привреди смањују и обратно. Трансмисиони механизам монетарне политике за кејнзијанце и фискалисте јесу камате, које заправо представљају цену новца.⁵ Према кејнзијанском приступу, уколико централне банке повећају уплив новца, потражња за обвезницама се повећава, цене обвезница расту, а то ће проузроковати смањење каматне стопе. Смањење каматних стопа ће смањити трошкове капитала, а инвестиције ће се повећати. Кроз кејнзијански IS-LM модел, функционишу само новац и обвезнице, а анализа је фокусирана једино на каматну стопу.⁶

Традиционални кејнзијански IS-LM поглед на трансмисиони механизам монетарне политике се може представити на следећи начин:

$$\uparrow Ms \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y,$$

где $\uparrow Ms$ указује на експанзивну монетарну политику, при чему долази до пада реалних каматних стопа $\downarrow i$, што заузврат смањује трошкове капитала и изазива пораст инвестиција $\uparrow I$, а то доводи до пораста агрегатне тражње и пораста националног дохотка $\uparrow Y$.

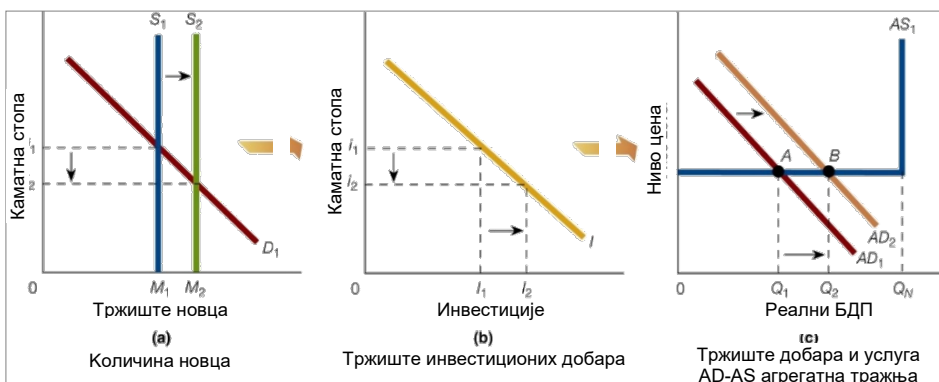
Дакле, тежиште кејнзијанаца јесте на агрегатној тражњи. То значи да повећање понуде новца доводи до ниже каматне стопе, а као резултат тога повећавају се инвестиције. Према томе, кејнзијански економисти верују у индиректан ефекат монетарне политике, а то значи да промене у

⁵ Комазец С., Ристић Ж., 2009, "Менаџмент монетарних и јавних финансија", Етно стил, Београд, стр. 321.

⁶ Takim A., 2011, "Evaluation of Empirical Findings Measuring the Effectiveness of Monetary Transmission Mechanism in Turkey", International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61, EuroJournals Publishing, p. 87.

понуди новца мењају каматне стопе, што доводи до промене жељене брзине улагања. Када инвестициони расходи расту, агрегатна крива тражње се помера удесно. Реални БДП расте од Q_1 до Q_2 , а стопа незапослености опада. Код кејнзијанаца, каматне стопе и инвестиције су трансмисиони механизам монетарне политике, односно начин на који монетарна политика утиче на макроекономске резултате. Коначно, кејнзијански трансмисиони механизам омогућава везу између тржишта новца и робе и услуга на тржишту (Слика 1).

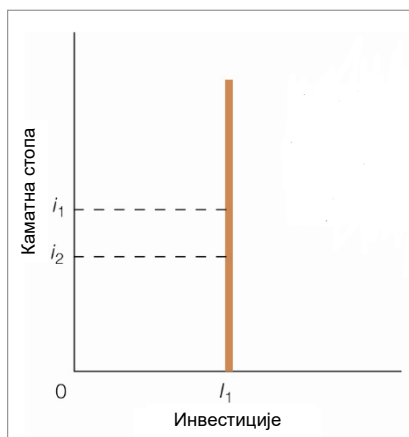
Слика 1. Кејнзијански трансмисиони механизам монетарне политике



Извор: Roger A. Arnold (2008), Economics, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohio, USA, стр. 314

С друге стране, ако су инвеститори песимистични у вези с повратком својих средстава, они могу бити и неосетљиви на смањење каматних стопа. Ова ситуација је карактеристична у условима високе инфлације, економских криза, природних катастрофа, ратног стања и др. Промена каматне стопе неће мењати инвестиције, дакле, агрегатна тражња и реални БДП се неће променити (Слика 2).

Слика 1 Блокада кејнзијанског трансмисионог механизма монетарне политике



Извор: Видети исто: Roger A. Arnold (2008), *Economics*, 8 th. Edition, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohio, USA, p. 302

Кејнз је указао и на постојање такозване замке ликвидности. Замка ликвидности је ситуација у којој монетарна политика више нема никаквог утицаја на реални БДП или на цене. Камате су, по кејнзијанцима, у условима депресија и криза у замци ликвидности већ нула и никаква додатна монетарна експанзија их неће смањити. То значи да монетарна политика тада нема утицаја ни на реалне величине: инвестиције, раст или цене. У реалности, централна банка може смањити каматну стопу само на нулу, никако ниже. У противном, нико неће давати новац на зајам. Монетарна политика је рестриктивна чак и ако је каматна стопа нула. Следи да, ако држава хоће да подстакне економски раст, онда она то мора урадити фискалним стимулансом. Монетарни раст је немогућ зато што су камате већ нула. То је кејнзијанска теоријска основа за фискални стимуланс.⁷

Класична дефиниција замке ликвидности је ситуација у којој конвенционална монетарна политика постаје немоћна зато што краткорочна, номинална каматна стопа достиже нулту, доњу границу. Кејнзијанци верују да тражња за новцем зависи од прихода и интереса. Замка ликвидности настаје због тога што је каматна стопа толико ниска да свако очекује да она расте. То значи да повећање понуде новца не изазива

⁷ Тасић С., "Тржишно решење: инфлација, замка ликвидности, микро и макро", 28. август 2011, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://C:Documents%20and%Settings/korisnik/My%20Documents/i...>, Београд, доступно дана 12.05.2012.

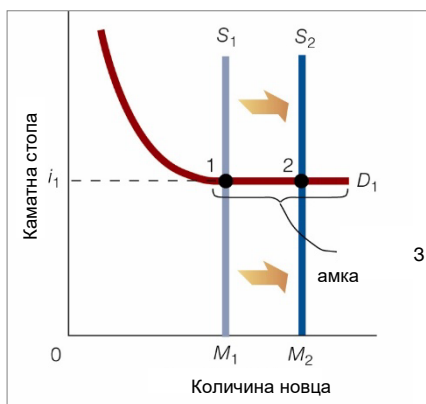
смањење каматних стопа. Ако је тржиште новца у замци ликвидности, повећање новчане масе неће смањити каматну стопу. Из тога следи да неће бити промена у инвестицијама, агрегатној тражњи и реалном БДП. Централна банка може штампати новац, али се апсолутно ништа неће дешавати. Овим монетарна политика нема утицаја на привредни раст, инвестиције или цене (**Слика 2**).

↑ понуда новца

Замка ликвидности $\rightarrow i \rightarrow I \rightarrow AD \rightarrow Q, P, U$

Кејнзијанци се овим питањем нису много бавили, али су указивали на постојање таквог стања. После Велике депресије с почетка прошлог века, САД и њихова централна банка (ФЕД) су и данас у донекле сличној позицији.

Слика 2. Кејнзијански механизам монетарне политике тзв. замка ликвидности



Извор: Видети исто: Roger A. Arnold (2008), Economics, 8th edition, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, p. 302.

Генерално посматрано, монетарна експанзија, по кејнзијанцима, није приоритет. По њима, инвестиције зависе од камата, а економска активност и запосленост расту када падају камате, али само на кратки рок. Након таквог раста економске активности, монетарни ефекат се прелива на цене, а раст се прилагођава надолу. Због ових околности, монетарна

експанзија може донети само привремени позитивни ефекат. Уосталом, кејнзијанци мере монетарне политике скоро увек стављају у други план, на дуги рок посматрано.

Треба напоменути и да у модерним економијама експанзивна монетарна политика сама по себи није довољна да делује као нека врста „опорезивања“ неактивног капитала јер власници капитала имају различите начине да се заштите од ефекта инфлације, а на крају највећу цену плаћају припадници средње класе који своју штедњу чувају у новцу. Експанзивна монетарна политика може утицати на смањење неактивности новца кроз повећање ликвидности и подстицање улагања, али не регулише вишеструке аспекте друштвене неједнакости и не обезбеђује правичну надокнаду друштву за заштиту и одржавање имовине, што је кључно за постизање друштвеног благостања и праведности према теорији природног права и друштвеног уговора.⁸

1.2. Монетаристички приступ стратегији монетарне политике

Када је реч о стратегији монетарне политике, Милтон Фридман (Milton Fridman) поставља тезу о томе да “можда не постоји други емпиријски однос у економији који се понавља равномерно тако... као однос између суштинских промена током кратког периода у залихама новца и ценама... један је увек повезан са другим и у истом правцу”.⁹ Код монетаристичке варијанте трансмисионог механизма монетарне политике постоји директна веза између тржишта новца и робе и услуга на тржишту. Према монетаристима, повећање понуде новца од М1 на М2 доводи до његовог вишка на тржишту. То подразумева повећање агрегатне тражње од S1 на S2, пораст реалног БДП од Q1 на Q2, све већи скок цена и смањење незапослености. Насупрот томе, смањење понуде новца значи смањену агрегатну тражњу, пад реалног БДП, смањење цена и повећање незапослености.

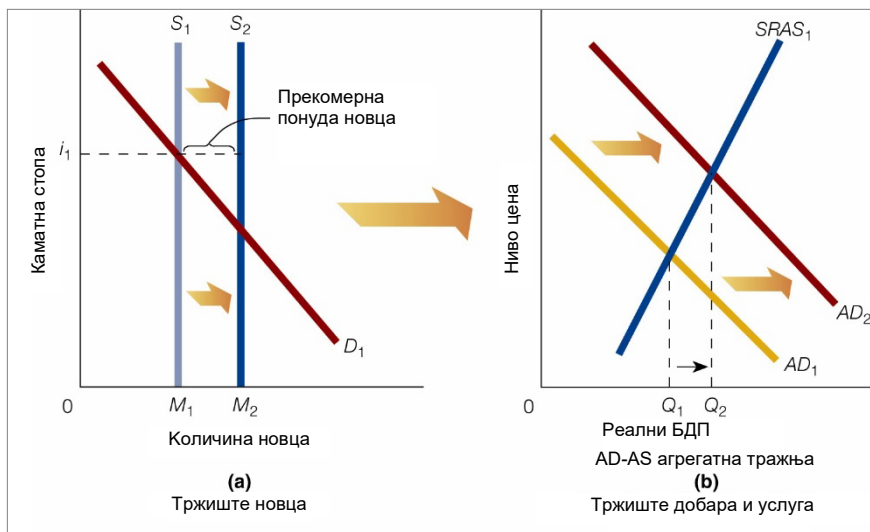
У интерпретацији монетаристичког трансмисионог механизма, пораст понуде новца на тржишту робе и услуга условљава подстицање

⁸ Шемсудин Плојовић, Суад Бећировић, Сенадин Плојовић, Енис Ујкановић, *Расправа о решавању социјалних разлика у друштву опорезивањем целокупне имовине*, Економски изазови, Година 7 (2018) , број 13, стр. 74-83 doi: 10.5937/Ekolzazov1813074P–<https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-8821/2018/2217-88211813074P.pdf>

⁹ Friedman M., 1956, “*The Quantity Theory of Money: a restatement*”, in Friedman (ed) *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, p. 3-21.

агрегатне тражње и повећање потрошње. Промене на тржишту новца директно утичу на агрегатну тражњу робе и услуга. На пример, повећање понуде новца оставља људима могућност да га троше у широком спектру робе и услуга¹⁰ (Слика 3). С обзиром на то, монетаристи тврде да монетарна политика на кретања у привреди делује директно.

Слика 3. Монетаристички трансмисиони механизам монетарне политике



Извор: Roger A. Arnold (2008), *Economics*, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, p. 318

Трансмисиони механизам монетарне политике у интерпретацији монетариста може бити представљен кроз раст или пад новчане масе:

$$\text{Новчана маса } \uparrow \Rightarrow AD \uparrow \Rightarrow Q \uparrow, P \uparrow$$

где је:

Q - реални БДП,

P - раст цена

¹⁰ Roger A. Arnold, 2008, *"Economics"*, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, p. 305-306.

Новчана маса $\downarrow \Rightarrow AD \downarrow \Rightarrow Q \downarrow, P \downarrow$

Монетаристи тврде да је тражња за новцем стабилна категорија и да није осетљива на промене каматне стопе. Дакле, експанзивна монетарна политика служи да би се створио вишак новца, који ће домаћинства брзо потрошити, чиме се повећава агрегатна тражња. За разлику од класичних економиста, монетаристи признају да економија не може увек да функционише на нивоу пуне запослености. Тако тврде да експанзивна монетарна политика, на краћи рок, повећава ниво реалног БДП и агрегатну тражњу. Међутим, на дужи рок, када привреда функционише на нивоу пуне запослености, монетаристи тврде да класична теорија остаје добра веза између понуде новца, нивоа цена и реалног БДП. Експанзивна монетарна политика ће дугорочно довести до инфлације и неће утицати на ниво реалног БДП. Њихов главни представник Милтон Фридман тврди да су залихе новца узрочно неутралне на дуги рок, али и признаје да промене у понуди новца могу имати ефекте на реалне токове у кратком року.

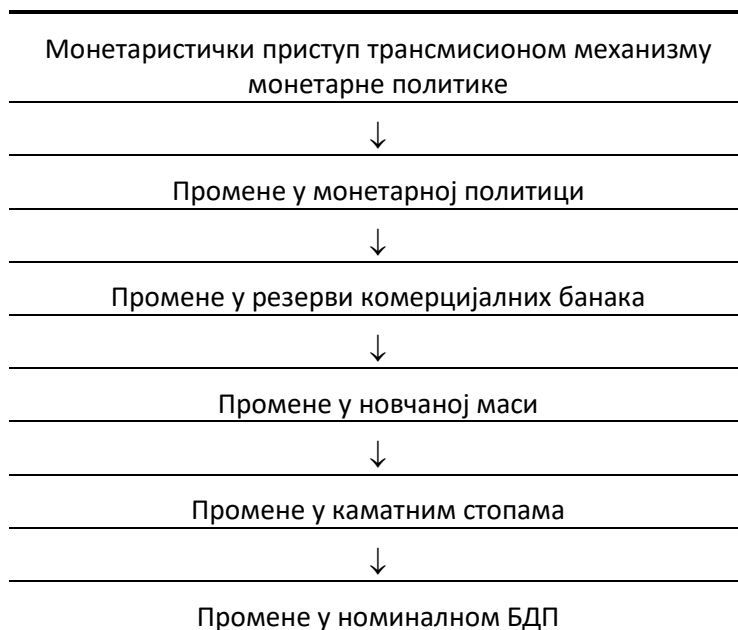
Монетаристичка теорија је покушала да докаже да постоји уска корелација између промена новчане масе и промена реалних економских категорија. По њима, између количине новца потребне привреди и нивоа дохотка, постоји чврст однос (**Табела 1**).¹¹

Монетаристи не одбацују деловање промене понуде новца на реална кретања у привреди, али за њих кејнзијански IS-LM модел није једина алтернатива. Он само представља једну од многих могућности деловања промене у количини новца на реална привредна кретања.¹² Савремена монетаристичка теорија допушта могућност утицаја инфлаторних очекивања на процес трансмисије монетарне политике.¹³

¹¹ Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 329.

¹² Живковић А., 1995, "Анализа ефикасности монетарне политике у Југославији", Економски факултет, Београд, стр. 70.

¹³ Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 329.

Табела 1. Монетаристички приступ трансмисионом механизму монетарне политике

Извор: Takim, Abdullah (2011), "Evaluation of Empirical Findings Measuring the Effectiveness of Monetary Transmission Mechanism in Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 61, EuroJournals Publishing, p. 86.

1.3. Промена става о вођењу монетарне политике у савременим условима

Оно што је остало као константа током последњих деценија несумњиво је то да монетарна политика и даље утиче на цене, али са дугим и променљивим заостатком. Ову тезу је још 1960. године популарисао Милтон Фридман. Недавна глобална финансијска криза условила је да се многе централне банке у свету суоче са бројним питањима изван монетарне политике кејнзијанског или монетаристичког типа. Модеран поглед на вођење монетарне политике у савременим условима развили су економисти Пол Кругман (Paul Krugman) и Мајкл Вудфорд (Michael Woodford), који су директни експоненти ове политике. Они тврде да монетарна политика у савременим условима може да савлада замке ликвидности, под претпоставком пројектоване стопе номиналног БДП, уз снижење реалних каматних стопа. Ова популарна идеја почиње са променом циља тзв. пројектоване циљане инфлације: предлаже се пројектовани номинални БДП (најчешће коришћена мера националне

производње, изражена у текућим ценама). Кругман и Вудфорд закључују: ако се људи плаше да ће инфлација временом нарушити реалну вредност њихових новчаних фондова, то у суштини обавезује централну банку да циља већу инфлацију током периода депресије.¹⁴ Прогноза циљања монетарних и реалних ефеката у економији постала је све популарнији приступ у организацији монетарне политике у савременим условима.¹⁵

Критичка пресуда монетарне стратегије Вудфорда, али и Кругмана, у интерпретацији Дејвида Ледлера (David Ledler), да је добро прилагођена, али у мирним монетарним условима, фер фискалним временима и ограниченом виду затворене економије. Она нам указује на то како да останемо на курсу дефинисане ниске и стабилне инфлације у таквом окружењу.¹⁶

Варијанта модерне монетарне стратегије и политике централне банке представља повратак кејнзијанског начина размишљања. То значи да је монетарна политика централне банке трајно подређена фискалној политици. Најбољи начин да одговоримо савременим условима јесте преко фискалне консолидације и агресивне монетарне политике. Тачније, агресивна фискална политика је од суштинске важности када је званична каматна стопа близу нуле. Заправо, проблем је у томе што је “нула-доња граница”, а то је проблем који се јавља упркос најбољим напорима креатора монетарне политике.¹⁷

У том смеру су ишла и истраживања Васка Курдијеа (Vasco Cúrdia) и Мајкла Вудфорда (Michael Woodford), према којима експлицитна улога централне банке, која је данас на сцени у кризном и пост кризном периоду,

¹⁴ Kaspar H., “*The liquidity trap, monetary policy, and inflation expectations (help needed)*”, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://kantooseconomics.com/2012/02/03/the-liquidity-trap-monetary-p...> доступно дана 23. 5. 2012, стр. 1.

¹⁵ За даљу дискусију и примере видети: Свенсон (1997, 2005) у раду “*Предности формулисања политике у погледу циљаних критеријума, него експлицитног инструмента владавине*”. Ово су разматрали и Свенсон (2003, 2011) и Вудфорд (2011, у припреми). Giaconnoni, P. Marc., Woodford, Michael, “*Optimal Target Criteria for stabilization policy*”, Staff report NO 535, Federal reserve bank of New York, january 2012, p. 1.

¹⁶ Laidler D., 2004, “*Woodford and Wicksell on Interest and Prices The Place of the Pure Credit Economy in the Theory of Monetary Policy*”, panel discussion held at the History of Economics Society Meeting in Toronto, Toronto, June 25-28.

¹⁷ Svensson L., 2003, “*Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others*”, Journal of Economic Perspectives, 17 (Fall), p. 145-166.

јесте креирање политике у ходу. Они закључују да такво стање не мора да имплицира такву улогу централних банака, првенствено због квантитативних олакшица, инјекција ликвидности, масивних пакета спасавања као додатних инструмената стабилизационе политике, чак и када је доња граница каматне стопе нула.¹⁸

С друге стране имамо став критичара монетарно-фискалне сарадње. Историјски гледано, Пол Мек Калеј (Paul McCulley) истиче да је фискална строгост функционисала само у пратњи са монетарном релаксацијом. То је због тога што је у замци ликвидности ризик од инфлације замењен ризиком од дефлације. Фискална строгост у времену слабе глобалне агрегатне тражње има дефлаторан утицај, што опоравак од кризе чини знатно споријим и много мање вероватним. У замци ликвидности владе немају логичнију опцију него да позајмљују и инвестирају. У рецесији ће каматна стопа пасти на нулу, као у Великој Британији током 2009. године после финансијске кризе. У том случају су банке и други финансијски посредници у Великој Британији држали новац код себе, уместо да кредитирају. Дакле, док задуживање може бити стимулисано, ликвидност није пропуштана кроз систем, тј. капитал је био заробљен и недоступан. Теоријски, овај ефекат продубљује рецесију и слаби реалну економију. Власти су у том случају могле да заобиђу банке и “упумпају” новац у привреду. Више формално, процес се зове квантитативно попуштање. Управо због ових околности је, нарочито у развијеним економијама, код вођења монетарне политике у време криза и депресија на сцени све присутнији кејнзијански начин размишљања.

Бен Бернанке, гувернер централне банке САД, истиче да под околностима у замци ликвидности, већа сарадња између монетарне и фискалне власти није у складу са независношћу централне банке. Ипак, како истиче Бернанке, улога независне централне банке различита је у инфлаторним и дефлаторним условима. Наличје инфлације, према његовом мишљењу, често је повезано са претераним задуживањем државе. Врлина независне централне банке је њена способност да каже “не” влади у замци ликвидности. Међутим, претерано задуживање владе и стварање новца указује на то да ће се вероватно створити проблеми.¹⁹ Са

¹⁸ Cúrdia V. and Woodford M. (July 2010), *“The central bank balance Sheet as an instrument of monetary policy”*, Staff Report NO 463, Federal reserve bank of New York, p. 1-82.

¹⁹ McCulley P. and Pozsar Z. 2012, *“Does Central Bank independence Frustrate the optimal fiscal monetary policy mix in a Liquidity Trap”*, paper to be presented at the

данашњег аспекта посматрано, у монетарној политици, као и у многим другим областима, ниједна величина не одговара свима. Монетарна политика треба да буде независна од политичких притисака и више фокусирана на ценовну стабилност. Уосталом, финансијска криза из 2008. године умногоме је донела монетарно-фискално-политички консензус. То се поклапа са ставовима Вудфорда (2003) и Вебера (2006) кроз “нови консензус”, преко одбацивања теорије количине новца и повратак на старе идеје елиминисања високог нивоа инфлације, прилагођавањем номиналних каматних стопа на промене у нивоу цена. По овом питању имамо врло аутентичан став економисте Аксела Вебера (Axel Weber). По њему, примарни циљ централних банака треба да буде стабилност цена, дефинисана кроз стопу инфлације на око 2% у временском периоду од две године. Овај економиста је сматрао да су краткорочне каматне стопе довољно средство за постизање овог циља. Креатори монетарне политике треба да интервенишу тек пошто се финансијска криза догоди, уз минимизирање штете кроз одлучност смањења каматних стопа.²⁰

Главне лекције које истиче Аксел Вебер, кроз искуства примењене монетарне стратегије у евро зони, су следеће:

- а) прво, монетарна политика мора да размотри импликације за стабилност цена кроз одржавање ценовне стабилности;
- б) друго, каматна стопа остаје средство у борби против финансијске неравнотеже;
- в) треће, стабилност цена би требало да се види кроз стабилну и ниску инфлациону стопу и
- г) без стабилно оријентисане разборите фискалне политике, монетарној политици ће бити све теже да обезбеди стабилност цена са ниским каматним стопама. То би уједно била порука централним банкарима за вођење монетарне политике у савременим условима.²¹

Inaugural Meeting of the Global Interdependence Center's Society of Fellows, Banque de France, Paris, March 26, p. 1-3.

²⁰ Weber A. Axel, 2011, *“Challenges for monetary policy in the European monetary Union”*, This article was originally presented as the Homer Jones Memorial Lecture, organized by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 93(4), July/August 2011, p. 236.

²¹ *Op. cit.*, стр. 240.

2. Таргетирање девизног курса

2.1. Основе концепта таргетирања девизног курса

Таргетирање девизног курса је режим монетарне политике са дугом историјом.²² Стратегија таргетирања девизног курса подразумева форму везивања вредности домаће валуте за неку робу (злато, на пример, као што је било у току примене златног стандарда). Новија форма режима фиксног девизног курса подразумевала је везивање националне валуте за валуте великих нискоинфлаторних земаља, као што су САД или Немачка (тзв. сидро-земља, anchor country).²³ У неким случајевима имали смо варијанту увођења пузајућег таргетирања, где се дозвољава депресијација, али у стабилном опсегу. То значи да инфлација у земљи таргетирања девизног курса може бити већа од оне у земљи сидра. Уосталом, суштински мотив примене стратегије таргетирања девизног курса је то што се кроз везивање националне валуте за валуту стране земље постиже коначни циљ, а то су ниска и стабилна инфлација. Системом везивања за валуту која има монетарну стабилност долази до селидбе кредибилитета монетарних власти таргетиране валуте.²⁴

Главне предности стратегије засноване на таргетирању девизног курса су следеће:²⁵

Номинално сидро таргетираног девизног курса непосредно доприноси одржавању инфлације под контролом тако што се стопа инфлације везује за робу, којом се тргује на међународном нивоу, у сидро-држави. Наиме, ино-цену робе којом се тргује на међународном нивоу одређује светско тржиште, док је домаћа цена те робе фиксирана за таргетирани девизни курс.

- а) Таргетирани девизни курс обезбеђује аутоматско правило за вођење монетарне политике која помаже у ублажавању временске недоследности.

²² Todorović Đurović J., 2007, *"Experiences with different monetary strategies"*, Facta universitatis, Facta universitatis, Economics and organization, Vol. 4, No 1, Niš, p. 32.

²³ Тодоровић Ђуровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, *"Монетарни и фискални менаџмент"*, Економски факултет, Ниш, стр. 187.

²⁴ Лакић С., 2006, *"Инструментаријум монетарног менаџмента"*, Економски факултет, Подгорица, стр. 112.

²⁵ Mishkin S. Frederic, 2006, *"Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta"*, Data status, Beograd, стр. 490.

- б) Таргетирани девизни курс постаје сасвим транспарентан, једноставан и разумљив публици.²⁶

Недостаци стратегије таргетирања девизног курса се огледају у следећем: Прво, проблем је у томе што с мобилношћу капитала држава више не може да примењује сопствену, независну монетарну политику. Овим држава која примењује концепт таргетирања девизног курса губи самосталност у монетарној области како би одговорила на домаће проблеме који су независни од оних који потресају сидро-државу.²⁷

Друго, државе које су у механизму девизних курсева су отворене за спекулативне нападе на своје валуте, а одбрамбена стратегија је веома скупа.²⁸

Треће, један од недостатака таргетирања девизног курса је у томе што таква стратегија слаби одговорност креатора монетарне политике. Како стратегија таргетирање фиксира девизни курс, она елиминише главног показатеља да монетарна политика постане превише експанзивна.²⁹

На крају, четврти недостатак је отварање могућности за остваривање зараде путем правовремене и повољне продаје пре њихове депресијације.

2.2. Искуства изабраних земаља са таргетирањем девизног курса

Ако пођемо од искуства водећих економија у Европи, треба истаћи да су код примене концепта таргетирања девизног курса Велика Британија и Француска врло успешно користиле ову стратегију. Од краја осамдесетих година у Великој Британији се водила политика таргетирања девизног курса, док је Француска ову операцију извела 1987. године. Централна банка Енглеске, после везивања за немачку марку у 1990. години, до 1992. године снизила је инфлацију са 10% на 3%. Ако посматрамо претходни временски период, просечна вредност инфлације у Великој Британији била је од 1970-1979. године 12,6%. У периоду од 1980-1992. године пала је на 6,9%. Ипак, после 1992. године, Велика Британија је почела да примењује

²⁶ Neupauerová Marianna, Ján Vravecстр, 2007, *"Monetary strategies from the perspective of intermediate"*, *Panoeconomicus*, 2, Novi Sad, стр. 223.

²⁷ Mishkin S. Frederic, *op. cit.*, стр. 490.

²⁸ Видети исто: Лакић С., 2006, *"Инструментаријум монетарног менаџмента"*, Економски факултет, Подгорица, стр. 114.

²⁹ Mishkin S. Frederic, *op. cit.*, стр. 491.

стратегију инфлационог таргетирања.³⁰ До тада је, избором концепта таргетирања девизног курса, Велика Британија постигла добре економске перформансе. Према подацима централне банке Енглеске, просечна стопа раста БДП у периоду 1980-1992. године порасла је на 1,8%. Енглеска је након преласка на концепт таргетирања девизног курса снизила и незапосленост на 10,1% 1992. године.

Позната су и позитивна искуства осталих развијених економија, нпр. Аустрије и Холандије. Ове земље су свој девизни курс везале за немачку марку и допринеле да таква стратегија монетарне политике подстакне интеграцију домаће привреде са суседним економијама. Веома је илустративан пример Италије, чија је јавност прва била опредељена за улазак државе у систем европске монетарне уније. Тражило се да монетарном политиком руководи неко ван државе. До уласка Италије у систем европске монетарне уније, ефекти италијанске монетарне политике нису били добри. Сличан пример представља Грчка, која је тек након уласка у зону евра смањила стопу инфлације.

Врло су илустративна и негативна искуства. Француска је наставила концепт таргетирања девизног курса везивањем своје валуте, француског франка, за немачку марку. Негативне последице уједињења Источне и Западне Немачке и вођење експанзивне фискалне и рестриктивне монетарно-кредитне политике, а тиме и раста дугорочне каматне стопе после 1991. године, директно су имали утицај и на раст каматне стопе у Француској. Шокови у земљи сидра директно се преносе зато што промене у каматној стопи имају директан утицај у таргетираној економији. У Француској је примена концепта таргетирања девизног курса довела до растуће стопе незапослености и успорене стопе привредног раста.

Познато је да су растуће економије примењивале концепт таргетирања девизног курса и имале успеха у томе, нарочито у почетку. Концепт таргетирања девизног курса помогао је да се смањи инфлација и подстакне конкурентност њихових привреда путем размене. Овде је девизни курс коришћен као номинално сидро између земаља. Међутим, ако се ова стратегија монетарне политике практикује дуго без адекватног учвршћивања сектора банкарства и финансијског система, кроз развој институционалне инфраструктуре привреде, негативни ефекти постају доминантни. Таргетирање девизног курса је примењивано у Аргентини

³⁰ Банка Енглеске (енгл. Bank of England) почела је објављивати Inflation report, тзв. тромесечно извештавање о постигнутом напретку према достизању постављеног циља. Frederic, S. Mishkin, 2010, *“Економија новца, банкарства и финансијских тржишта”*, Мате, Загребачка школа економије и менаџмента, Загреб, стр. 405.

1990. године. Први резултати су били позитивни, посебно у погледу снижавања високе стопе инфлације. Други позитиван пример примене концепта таргетираног девизног курса је Панама, у којој је просечна стопа инфлације била око 2,8% на годишњем нивоу током неколико деценија.³¹ Због околности да земље у развоју могу много изгубити ако не прилагоде своју монетарну политику развијеним економијама са ниском инфлацијом, генерална констатација је да концепт таргетирања девизног курса није био довољно ефикасна стратегија монетарне политике.

С друге стране, у развијеним економијама се концепт таргетирања девизног курса показао ефикасним, али само у домену контролисања инфлације. Многе емпиријске студије су показале да у режимима фиксних девизних курсева постоји нижа стопа инфлације, али су постојале и веће флукутације привредне активности. Уопштено посматрано, таргетирање девизног курса за развијене економије није била најбоља стратегија монетарне политике којом би били контролисани сви аспекти у економији.³²

Волатилност девизног курса, инфлација и отвореност имају јачи ефекат протекционистичких мера на тржишта у развоју. резултати су потврдили резултате појединих студија, према којима је ефекат преноса већи у земљама у транзицији него у развијеним земљама. Поред тога, на краћи и дужи рок, депрецијација доводи до асиметрије „проноса“ за Хрватску, Бугарску и Словенију сада економије ЕУ и БЈР Македонију некада а сада Северну Македонију, док апрецијација доводи до асиметрије „проноса“ за Словенију чланицу ЕУ економија. Испитана искуства показују да ако дође до промене номиналног девизног курса за 1% и ако то изазове већу промену увозних цена од 1%, онда можемо рећи да имамо „потпун“ пренос. С друге стране, ако промена валуте од 1% изазове мању промену увозних цена од 1%, онда имамо „непотпун“ или „делимичан“ пренос.³³

³¹ Mishkin F. S. and Savastano M. A., 2001, *“Monetary Policy Strategies for Latin America”*. World Bank Policy Research Working Paper No. 2685. Retrieved April 15, 2010 at SSRN: преузето са сајта <http://ssrn.com/abstract=632753>, преузето дана 10.08.2012, стр. 8.

³² Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 243.

³³ Safet, Kurtović., Boris Siljković., Nebojša, Denić., Dalibor, Petković., Svetlana, Sokolov, Mladenović., Igor, Mladenović., Miloš, Milovanović. Exchange rate pass-through and Southeast European economies, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, ScienceDirect, Volume 503, 1 August 2018, Pages 400-409, Preuzeto sa <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378437118303133> доступно дана 25.08.2025.

Када је реч о концепту таргетирања девизног курса, кључни недостатак за развијене економије јесте отвореност економије за спекулативне нападе на националну валуту. До краја европске валутне кризе почетком деведесетих година, имали смо као последицу то да су централне банке Британије, Француске, Италије, Шпаније и Шведске, морале да интервенишу са 100 милијарди долара, а сама Бундесбанка Немачке са 50 милијарди долара.³⁴ Европски монетарни систем је 1992. године био “преплављен” спекулативним токовима капитала, што је имало за последицу депресијацију неких валута у систему ЕМС. Њу је пратило усклађивање камата, наравно нагоре, у складу са каматном политиком земље сидра-Немачке.

Шпекулативни напади на националне валуте кроз изазивање валутне кризе, имали су штетне последице и по тзв. растуће економије. С тим у вези треба поменути тзв. текила (Tequila) кризу или кризу пезоса са својим главним жртвама Мексиком (1994-1995) и Аргентином (2002). Две године касније забележено је још више неочекиваних и изненађујућих финансијских криза које су се догодиле у југоисточној Азији у периоду 1997-1998. године (Тајланд, Индонезија, Малезија и Јужна Кореја).³⁵

2.3. Доларизација/евроизација као опција режима девизног курса

Доларизација-евроизација се дефинише као усвајање валута америчког долара или евра у једној земљи, која је изван Сједињених Америчких Држава или држава чланица евро зоне. Доларизацију-евроизацију схватамо и као скуп монетарних система који су међусобно врло различити, али њихова заједничка карактеристика је да им је страна валута распрострањена као средство плаћања.³⁶ Најновији подаци ММФ-а показују да 40-60% постојећих америчких долара циркулише ван територије Сједињених Америчких Држава.

Званична или пуна доларизација (евроизација) јесте ситуација када земља усваја страну валуту као једино законско средство плаћања. Примери за ово су Панама, Ел Салвадор и Еквадор. На пример, у Панами се од проглашења независности 1903. године користи искључиво амерички

³⁴ Лакић С., *op. cit.*, стр. 116.

³⁵ Видети детаљније: Dabrowski Marek, 2001, “*The episodes of Currency crisis in Latin American and Asian Economies*”, Center for Social and Economic research, № 39, Warsaw, p. 7.

³⁶ Mishkin S. Frederic, *op. cit.*, стр. 493.

долар. Изненађујуће је да америчка влада не мора да обезбеди сагласност за друге земље када као валуту користе амерички долар. Европска монетарна унија је пример за доларизацију-евроизацију, где више земаља користи евро као заједничку валуту. Док многе теорије, а посебно пракса, у многим земљама повезују амерички долар са доларизацијом, дотле су евро, руска рубља, јужноафрички ранд, новозеландски долар, аустралијски долар такође прихваћени, али више имају одлике локалне, регионалне валуте.

С друге стране, присутна је и делимична доларизација или бимонетарни систем, тј. ситуација у којој се као законско средство плаћања користе и домаћа и страна валута. Незванична доларизација се појављује у ситуацијама када се, услед неповерења у домаћу валуту, употребљава страна валута као средство плаћања, средство обрачуна или средство чувања вредности, при чему није класификована као законско средство плаћања од стране владе дате земље. Доларизација стога има смисла за веома мале и отворене економије, без реалне аутономије над девизним курсом, за земље које теже да избришу трагове хиперинфлације, са већ снажним интеграционим везама са САД.³⁷ Могло би се констатовати да је пуна доларизација идеалан режим за земље које се налазе у невољи или у фази економских превирања.³⁸

Доларизација има бројне предности:³⁹

- а) обезбеђује се ниска стопа инфлације (блиска стопи инфлације у земљи “резервне валуте”);
- б) ограничава се могућност злоупотребе монетарне политике;
- в) снижавају се каматне стопе као резултат ниске инфлације и одсуства ризика девалвације;
- г) убрзава се развој домаћег тржишта капитала;
- д) снижавају се трансакциони трошкови у међународним економским односима;

³⁷ Бекер Е., 2006, “Девизно-курсни аранжмани-од екстрема до ‘нормале’”, Рапоеconomicus, бр. 1, Нови Сад, стр. 37.

³⁸ Пелевић Б., октобар 2001-март 2002, “Појмовник режима девизних курсева”, Економски анали бр. 151-2, бр. 44, Економски факултет, Београд, стр. 53.

³⁹ Фабрис Н., 2007, “Евроизација у Црној Гори-предности, недостаци и ограничења”, Квартални мониторинг, бр. 11, Фонд за развој економске науке, Београд, октобар-децембар, стр. 88.

- е) олакшава се интеграција домаћих фирми у међународну привреду и утиче на пораст прилива СДИ;
- ж) по правилу доводи и до интеграције различитих економија у целини, што помаже глобализацији у свету;
- з) утиче на пораст спољне трговине;
- и) утиче на повећање буџетске дисциплине и
- к) елиминише се валутни ризик.

Поред предности, доларизација има и бројне недостатке:

- а) губитак девизних резерви;
- б) не постоји могућност прилагођавања нивоа девизног курса;
- в) ограничена је могућност вођења независне монетарне политике и девизног курса;
- г) не остварује се емисиона добит;
- д) губи се могућност коришћења инфлаторног пореза у ванредним ситуацијама;
- е) ограничене су могућности централне банке да користи политику зајмодавца у последњој инстанци;
- ж) једнократни трошкови: конверзија валуте, нови софтвери, промене у рачуноводству и сл.;
- з) повећан одлив валуте у случају платнобилансних проблема;
- и) треба истаћи да у неким истраживањима преовладава мишљење да су доларизоване економије, у односу на недоларизоване економије, расле по знатно мањој стопи привредног раста и
- к) везивање девизног курса није одговарајућа стратегија ако је земља подложна недовољним међународним резервама и недовољно чврстој фискалној политици или фискалној доминантности.⁴⁰

Доларизација је прихватљива као трајни режим за мале привреде (мање од милион становника) и привремени инструмент за велике економије, где је монетарна политика слабо контролисана и дестабилизујућа.⁴¹ Коначно, стабилност, прихватљивост и анонимност су

⁴⁰ Лакић С., *op. cit.*, стр. 155.

⁴¹ Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 247.

разлози због којих је амерички долар постао светска валута избора, а самим тим и концепт доларизације.

2.4. Трендови назнака процеса дедоларизације у свету данас ⁴²

Документован трендовима евидентан је пад доларског удела у међународним резервама од 1999. године. Пад удела америчких девизних резерви, које држе централне банке у свету, није праћен повећањем учешћа осталих традиционалних резервних валута, односно евра (Serkan, Arslanalp and Barry, Eichengreen et. al. 2022). Просечна годишња стопа раста обима трговања на кинеским берзама износила је 205% у последњих пет година, што је висок ниво у поређењу са стопом од 188% у Сједињеним Државама.

На недавно одржаном 15. самиту БРИКС-а (Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужна Африка), чланице су изразиле своју одлучност да напусте амерички долар као основно платно средство за међународну трговину. Валуте које су алтернативе долару показују да пад удела долара није био праћен повећањем удела фунте стерлинга, јена и евра и других дуготрајних резервних валута. Уместо тога, померање долара је било у два правца: једна четвртина у кинески ренминби или јуана три четвртине у валуте мањих земаља, које су играле ограниченију улогу као резервне валуте.

Ако пратимо анализе тренда кроз назнаке процеса дедоларизације, он постаје карактеристична црта економија БРИКС-а и БРИКС-а плус. Као доказ за то наводимо да су прекограничне трансакције најмногољудније економије - НР Кине, од 2010. До краја 2022. године углавном вршене у америчким доларима. Прави заокрет код НР Кине опажамо од 2023. године са првим кварталом, као пут дедоларизације. Тај пут дедоларизације у свету је, по нашем мишљењу, поплочан на средњи а и дуги рок. Практичну потврду тога можемо видети кроз удео појединих валута у девизним трансакцијама у свету, где је била валута НР Кине Ренминби (јуан 2,2 одсто 2013 а 2022.године са учешћем кинеске валуте 7,0 одсто. ЕУ са евром у трансакцијама 2013.године 33,4 одсто а 2022. године 30,5 одсто. САД са

⁴² Сиљковић Борис., Денић Небојша, Назнаке процеса дедоларизације у свету - кроз посебан осврт на економије БРИКС-а, Баштина, Институт за српску културу, Приштина-Лепосавић, 2024, бр. 63, стр. 275-289, Преузето са <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/0353-9008/2024/0353-90082463275S.pdf>

својом валутом амерички долар учествује 2013.године са 87 одсто и 2022. године 88,5 одсто.⁴³

Ако то детаљније сагледамо кроз економски најјаче економије света САД, ЕУ и Кине из 2023. године долар се процењује на 88% свих међународних трансакција, евро са 31% је само скроман конкурент (пошто трансакција може укључивати две валуте, укупан број може да пређе 100%). Евро, за разлику од долара, никада неће бити везан за једну националну владу. Јуан се процењује на само 7% од укупног броја међународних трансакција а чини се да Кина није вољна да отвори своја тржишта капитала, јер би то могло довести до брзог одлива капитала и могуће финансијске кризе. Али без отворених тржишта капитала, јуан није јак кандидат за глобалну резервну валуту.⁴⁴

Долар је добио већу улогу 1944. године када су 44 земље потписале споразум из Bretton Woods система стварајући колективни међународни режим размене валута везан за амерички долар који је, пак, био везан за цену злата. До касних 1960-их европски и јапански извоз постали су конкурентнији извозу САД-а. Широм света постојала је велика понуда долара, што је отежавало покриће долара златом. Крај Bretton Woods система: 1960-их и 1970-их, САД је доживео високу инфлацију и све већи јавни дуг због Вијетнамског рата и разних социјалних програма. Ови економски притисци довели су до смањења поверења у амерички долар, што је подстакло неколико земаља да захтевају конверзију својих долара у злато. Председник Никсон прекинуо је директну конвертибилност америчких долара у злато 1971. године што је био крај Bretton Woods система. Тиме је укинута златни стандард и ограничење количине валуте, која се може штампати. Иако је остао међународна резервна валута, амерички долар од тада све више губи своју куповну моћ.⁴⁵

⁴³ Сиљковић. Борис., Дедовић Недељка, Бећир Калач Економско финансијска парадигм привреда БРИКСА(БРИКС-А плус) са освртом на развијене економије Г7, Економски изазови, Универзитет у Новом Пазару, Департман за економију и рачунарске науке, Нови Пазар, година 13 (2024) , бр.26, ст.52-72., Преузето са <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-8821/2024/2217-88212426052S.pdf>

⁴⁴ <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2023-04-13/the-dollar-rules-the-world-now--and-for-the-foreseeable-future>

⁴⁵ <https://www.visualcapitalist.com/de-dollarization-countries-seeking-alternatives-to-the-u-s-dollar/>

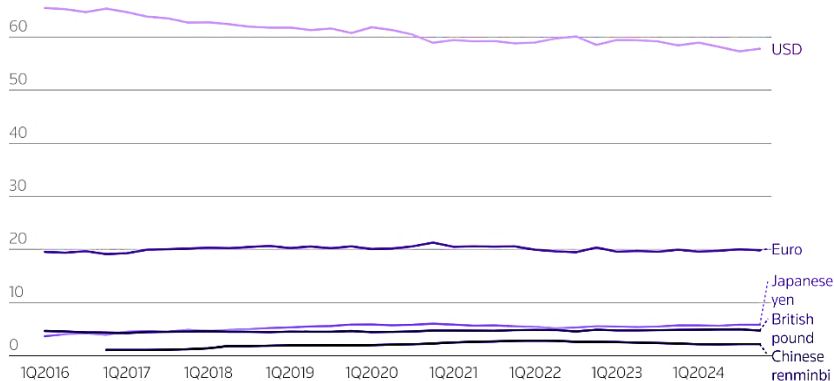
Слика 4 Алокација америчког долара у главним централним банкама света 1966-2022.године



Извор: <https://economictimes.indiatimes.com/wealth/invest/the-de-dollarization-trend-is-accelerating-how-it-will-impact-your-investments/articleshow/100206309.cms>

Досадашњи подаци о глобалној резервној валути сугеришу да је прелазак са једне глобалне валуте на другу, често спор и суптилан, обично траје деценијама Упркос томе, удео УСД у глобалним резервама централне банке износи око 60% од 2022. године. Почетком 2025. године долар пада на испод 60%. (Слика 5).

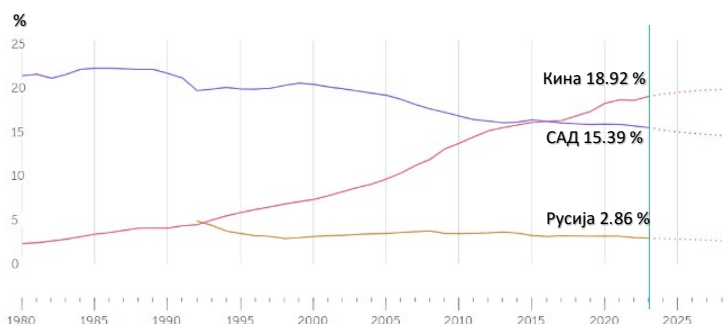
Слика 5. Кварталне процене главних валута у свету почетком 2025. године



Извор: По подацима ММФ преузето са линка <https://www.reuters.com/markets/currencies/percent-global-fx-reserves-dollars-ticks-up-amounts-fall-imf-data-shows-2025-03-31/>

Многи признати стручњаци у свету, међу којима и економски експерт Крис Харт, извршни директор Импакт групе, изнели су мишљење о овој тематици. Управо је Крис Харт истакао да се глобални финансијски систем базиран на долару у ствари темељи на живом песку. Користимо долар јер алтернативе за сада немамо, али би БРИКС валута подржана златом могла да буде та алтернатива, будући да евро није испунио своје потенцијале. Удео Кине у глобалној трговини приближава се петини или 18,92%, уз учешће доприноса светским девизним резервама од 3%, док је удео САД-а нешто више од 15%. Ово повећано присуство и утицај даје Пекингу и Народној Републици Кини извесну дозу самопоуздања „дедоларизацији“ али и „јуанаизација“, која је ипак процес.

Слика 6. Удео САД, Кине и Русије у глобалној трговини 2023. године, са трендом до 2028



Извор: <https://factcheck.bg/en/the-lies-of-kremlin-about-the-de-dollarization-of-the-global-economy/>

Многе земље су већ предузеле кораке ка смањењу своје зависности од америчког долара, прелазећи на алтернативне системе плаћања и трговину у националним валутама. Ово није само политичка одлука већ и практичан потез усмерен ка већој независности од доминације једне валуте.

Валуте које су алтернативе долару показују да пад удела долара није у значајној мери био праћен повећањем удела фунте стерлинга, јена и евра, других дуготрајних резервних валута. Током протеклих тридесет пет година, Кина је била једна од најбрже растућих успешних економија у смислу стопе раста. Процес дедоларизације може имати далекосежне последице, посебно на тржиште злата, чија се цена традиционално одређује у доларима. Криза поверења у амерички долар, огледа се у драстичном скоку потражње за златом од стране глобалних централних банака, које купују злато јер се плаше последица коришћења долара као

оружја у глобалним геополитичким сукобима. Губитак статуса долара као резервне валуте може отежати САД-у повољно задуживање и финансирање буџета, будући да би мања потражња за доларима могла повећати каматне стопе. Такође смањење вредности долара као резултат мање потражње могло би проузроковати инфлацију и присилити Америчку централну банку да подигне каматне стопе како би одржала стабилност валуте. Перспективе указују на то да ће, како се буде смањивала доминација долара, поред других резервних валута, злато постајати све атрактивнија опција за централне банке и инвеститоре, управо као средство за диверсификацију ризика, што ће неминовно довести до повећане потражње злата и раста цена злата, што је нарочито приметно у условима актуелне кризе и резултата, који показују нагло повећање девизних резерви великих економија у свету.

3. Таргетирање монетарних агрегата

3.1. Поуке из праксе употребе монетарних агрегата као таргета

Неколико кључних аспеката претходило је прихватању стратегије таргетирања монетарних агрегата у развијеним економијама. У том смислу, пратећи еволуцију стратегије монетарне политике у неколико развијених тржишних економија половином седамдесетих година прошлог века, у условима ескалације стопе инфлације, усвојен је концепт монетарног таргетирања као стратегија антиинфлационе монетарне политике.⁴⁶ Монетарно таргетирање је стратегија при којој централна банка прати и циља монетарне агрегате, односно монетарну базу, M1, M2 и M3, резерве комерцијалних банака, слободне резерве и позајмљене резерве. Коначни циљ је ниска и стабилна стопа инфлације.⁴⁷

Висок пораст инфлације, све већа незапосленост и коришћење каматне стопе као таргета, чији су заговорници били носиоци правца кејнзијанске дискреционе политике, допринели су експанзији стратегије монетарног таргетирања код водећих економија света током седамдесетих година прошлог века. Ту је свакако највећу улогу имала монетаристичка теорија константне стопе монетарног раста Милтона Фридмана. Заправо, на основу искуства појединих земаља, намеће се закључак да је политика годишњег програмирања раста монетарних агрегата била у значајној мери флексибилније постављена и разликовала се од типа Фридмановог монетарног таргетирања. У првом реду, она се односила на краћи рок у односу на политику константне стопе монетарног раста. Такође, програмирање стопе раста монетарних агрегата било је у виду зоне стопе раста, а не у једној цифри.⁴⁸ Доминантан утицај на настанак концепта монетарног таргетирања имао је и колапс Бретон Вудсовог (Bretton Woods)

⁴⁶ Frederic S. Mishkin, From monetary targeting to inflation targeting lessons from the industrialized countries, This paper-a product of the Financial Sector Strategy and Policy Department-was prepared for the Bank of Mexico conference "Stabilization and Monetary Policy: The International Experience", Mexico City, November 14-15, 2000, Policy research Working paper 2684, The World bank Financial sector Strategy and policy department, october 2001, Washington, p. 1.

⁴⁷ Neupauerová M., Vracek J., 2007, "Monetary Strategies from the Perspective of Intermediate Objectives", *Panoeconomicus*, бр. 2, Нови Сад, стр. 220.

⁴⁸ Јовановић М., Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2000, "Значај избора адекватног модела монетарне политике за стабилан привредни развој", *Економске теме, број 2*, Економски факултет, Ниш, стр. 137.

система фиксних девизних курсева, чиме је створен неопходан простор за контролу новчане масе и инфлације на националном нивоу.

Концепт монетарног таргетирања, који је усвојен у неколико индустријализованих економија седамдесетих година, показује нам да искуство у примени овог концепта није било успешно у Сједињеним Америчким Државама,⁴⁹ Канади и Великој Британији. Генерално посматрано, постоје два тумачења која говоре о томе зашто монетарно таргетирање није било успешно у контролисању инфлације у овим економијама. Прво се односи на то да монетарно планирање није доследно спровођено (нпр. циљеви се нису најављивали по редовном распореду, прикривање одступања од монетарних агрегата, честа ревизија таргета и њихово премашивање). Према другом тумачењу, разлог недовољног успеха монетарног таргетирања је нестабилност односа између монетарних агрегата и циљане варијабле, као што су инфлација и номинални доходак. Општи закључак је да монетарно таргетирање није озбиљно спроведено у овим земљама.

Из концепта монетарног таргетирања, који је са више успеха примењиван у Немачкој и Швајцарској, могу се извући следећи закључци:

- а) Пратећи позитивна искуства немачке Бундесбанке, таргетирање монетарних агрегата помогло је да се кроз јавно објављивање циљања монетарних агрегата смање инфлаторна очекивања, што је омогућавало централној банци да обезбеди репутацију посвећену стабилности цена.⁵⁰ Чињеница је да се инфлација може елиминисати само постепено, што је, на пример, прихватила немачка Бундесбанка. Ово је подразумевало врло флексибилно толерисање промашаја монетарних таргета. Примера ради, искуство Швајцарске указује нам на то да је борба против инфлације задатак који захтева велику упорност и доследност. Могу се доживети многи неуспеси у кратком року, али ће политика, уколико је одржива, на крају уродити плодом. У том смислу је монетарно таргетирање од непроцењиве помоћи.
- б) Приступ монетарном таргетирању не би требало да буде догматски. Чак и ако су сви уверени да је наш приступ исправан на дуге стазе,

⁴⁹ Напомена: ФЕД је почео да објављује јавно циљање за раст новчане масе од 1975. године. Alan Greenspan, амерички економиста и председник Федералних резерви САД од јула 1993. Године, објављује да Федералне резерве више неће користити монетарне агрегате као оријентир за вођење монетарне политике.

⁵⁰ Hagen Von Jurgен, 1989, "Monetary targeting with exchange rate constraints: The Bundesbank in the 1980s", Review, Federal reserve bank of St. Louis, St. Louis, September-October, p. 54.

дугорочни трошкови могу бити превисоки за нас, а ту је флексибилност преко потребна. Ово је нарочито тачно за мале отворене економије, за које дешавања из иностранства могу да имају велики утицај.⁵¹

- в) Кључ успеха код стратегије монетарног таргетирања и дугорочне стратегије инфлаторне контроле код обе централне банке, и немачке и швајцарске, била је транспарентност монетарне политике. Она је подразумевала активну комуникацију са јавношћу, чиме се повећавала транспарентност и одговорност централне банке, која је подразумевала кључне елементе монетарног таргетирања: јасноћу, једноставност и разумљивост. Због тога монетарно таргетирање и даље има јаке адвокате и део је званичне политике стратегије Европске централне банке.⁵²

3.2. Предности и недостаци таргетирања монетарних агрегата

Стратегија таргетирања монетарних агрегата има низ предности, али и врло озбиљне недостатке. Кључна предност таргетирања монетарних агрегата у односу на концепт таргетирања девизног курса јесте у томе што омогућава централној банци да прилагоди своју монетарну политику домаћим околностима. То омогућава централној банци избор инфлаторних циљева, који се разликују од оних у другим земљама, а нуди одговор и на флукутације производње.

Такође, једна од предности концепта монетарног таргетирања јесте транспарентност кроз бројке монетарних агрегата, које се обично објављују у року од неколико недеља. Монетарни агрегати тиме могу послати сигнале јавности и тржишту о ситуацији у вези са монетарном политиком и намерама креатора монетарне политике да контролишу инфлацију у прихватљивим границама. Овим чином се промовише и скоро тренутна одговорност креатора монетарне политике, тј. централне банке, да би инфлација била одржана на ниском нивоу. Монетарни таргети доприносе готово директној надлежности монетарне политике да смањи стопу инфлације, спречавајући да креатори монетарне политике упадну у замку

⁵¹ Kohli U. and Rich G. (Winter 1986), "Monetary control: The Swiss experience", *An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, Vol. 5, N03, Cato Institute, Massachusetts, Washington, p. 925-926.

⁵² Резимеи Фредерика Мишкина могу се наћи у истраживањима NBER Reporter-a: Mishkin, Frederic, "A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics", NBER Reporter (Winter 1982/3), p. 4-7; Mishkin S. Frederic, "Financial Crises", *NBER Reporter* (Winter 1996/7), p. 10-12, преузето са: <http://www.nber.org/reporter/winter02/mishkin.html>, доступно дана 31.12.2011.

временске недоследности. Коначно, монетарно таргетирање мора бити део дугорочне стратегије инфлаторне контроле. С друге стране, имамо два кључна проблема од којих зависе предности монетарног таргетирања:

- а) Предност таргетирања монетарних агрегата зависи од кључне претпоставке да мора постојати снажан и поуздан однос између варијабле циља (инфлација или номинални БДП) и таргетираног агрегата. Уколико је веза између монетарног агрегата и циљне варијабле слаба, концепт таргетирања монетарног агрегата неће произвести крајњи циљ. Самим тим, концепт монетарног таргетирања неће пружити јасан сигнал у вези са политиком централне банке.
- б) Предност код таргетирања монетарног агрегата је у томе што он мора бити увек добро контролисан и планиран. Уколико се то не дешава, не може пружити јасан сигнал о намерама креатора монетарне политике.

Иако је концепт монетарног таргетирања био успешан у сузбијању инфлације у Швајцарској и посебно Немачкој, искуства сугеришу да посебни услови у те две земље нису били задовољени на неком другом месту.⁵³ То нам управо показује искуство у Сједињеним Америчким Државама, Канади и Великој Британији, где монетарно таргетирање почетком осамдесетих година прошлог века није било нарочито успешно, када однос новац-доходак више није био јак. Сличан проблем нестабилности кроз однос новац-инфлација евидентиран је у земљама на новонасталим тржиштима, као што су оне у Латинској Америци.⁵⁴ Ову ситуацију и разлоге дистанцирања од стратегије монетарног таргетирања, врло илустративно је описао некадашњи гувернер Банке Канаде Џералд Боуи (Gerald Bouey) када су у новембру 1982. године у Канади М1 мете биле напуштене речима: "Нисмо ми напустили монетарне агрегате, они су напустили нас."⁵⁵

⁵³ Концепт монетарног таргетирања примењивале су половином седамдесетих година прошлог века Федералне резерве САД, Централна банка Уједињеног Краљевства, Банка Канаде, Немачка Бундесбанка, Швајцарска и Банка Јапана.

⁵⁴ Frederic S. Mishkin, 2000, *"Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli ovde?"* Panoeconomicus, Vol. 4, Novi Sad, str. 364.

⁵⁵ Видети: Frederic S. Mishkin 2000, From monetary targeting to inflation targeting lessons from the industrialized countries, This paper-a product of the Financial Sector Strategy and Policy Department-was prepared for the Bank of Mexico conference *"Stabilization and Monetary Policy: ooThe International Experience"*, Mexico City, November 14-15, Policy research Working paper 2684, The World bank Financial sector Strategy and policy department, October 2001, Washington, p. 3.

4. Теоријско и практично утемељење стратегије таргетирања инфлације

4.1. Основна начела и циљеви концепта таргетирања инфлације

Најбољи опис стратегије таргетирања инфлације можемо представити кроз оквир, а не као владавину и ригидан скуп правила монетарне политике. Бен Бернанке и други аутори дефинишу концепт циљања инфлације као оквир који карактерише јавно објављивање нумеричког циља инфлације (или циљног опсега, зоне) за један или више оперативних периода. Другим речима, таргетирање инфлације се уклапа између крајности која је карактеристика оквира “правила наспрам дискреције”, дебате која је била карактеристична у монетарној политици ранијих година. Уосталом, алтернативне дефиниције концепта таргетирања инфлације су јасно приказане у табели 2 кроз тумачења ЕЦБ-а, Свенсона (Svensson, 1997, 2002), Бофингера (Bofinger, 2001), Бернанкеа (Bernanke et al. 1999) и Марвина Кинга (Marvin King, 2004).

Таргетирање инфлације се може описати као облик “ограничене дискреције”. Да цитирамо поново Бена Бернанкеа, Фредерика Мишкина и др.⁵⁶ који кажу: “Наметањем концептуалне структуре и своје урођене дисциплине за централне банке, али без елиминисања свих флексибилности, таргетирање инфлације комбинује неке од предности традиционалних правила са онима који приписују дискрецију”.⁵⁷ Чак и у режимима циљане инфлације, земље могу изабрати природу или обим дискреције. Таква флексибилност је једна од главних атракција приступа циљања инфлације. Концепт таргетирања инфлације изражава се кроз експлицитно признање да је ценовна стабилност, која се изражава кроз

⁵⁶ Више о овоме видети у студији Бена Бернанкеа, Томаса Лаубаха, Рика Мишкина и Адама Посена под насловом “Таргетирање инфлације. Међународна искуства”, Princeton University Press, 1999.

⁵⁷ Sherwin Murray, “Institutional frameworks for inflation targeting”, To Bank of Thailand Symposium, Reserve bank of New Zeland, 20 October 2000, преузето са: <http://www.rbnz.govt.nz/index.html>, доступно дана 20.10.2012.

ниску и стабилну инфлацију, примарни дугорочни циљ креатора монетарне политике.⁵⁸

Табела 2. Алтернативне дефиниције таргетирања инфлације

Критеријум	ЕЦБ (2001)	Svensson (1997, 2002)	Bofinger (2001)	Bernanke et al. (1999)	Marvin King (2004)
Стабилност цена је главни циљ монетарне политике	Да	Да	Да	Да	Да
Бројчана (нумеричка) најава	Да	Да	Да	Да	Да
Средњорочни циљ	Да	Да	Да	Нејасно, може више од једног хоризонта	Да
Интензивна комуникација са јавношћу	Да - једноставно	Да	Да, али тешко	Да	Да
Специфична правила монетарне политике	Прогноза циљане инфлације	Прогноза циљане инфлације	Експлицитна + имплицитна правила	Нејасан	Циљана стопа инфлације + одговор на шокове
Објављене прогнозе	Инфлација	Претпоставити инфлацију	Инфлација и евентуално производња	Није потребна	Нејасан
Зависност	Да	Није потребна	Није пожељна	Пожељна	Није потребна
Инструменти независност	Да	Да	Да	Да	Да
Правило или дискреција	Механичко правило	Правило	Изгледа једноставно, али је близу чисте дискреције	Ограничена дискреција	Ограничена дискреција

Извор: Partly based on Bofinger (2001), *Monetary Policy*, p. 259 а о томе детаљније видети: King, Mervyn (2004), "Comments on 'Risk and uncertainty in monetary policy' by Alan Greenspan", AEA Annual Conference, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech209.pdf>, Bernanke, Ben (2004), "The logic of monetary policy" [also covers Taylor rules] <http://www.federalreserve.gov/boar>

⁵⁸ Fabris N., 2006, "Inflation Targeting With Special Review on Application in Serbia", *Panoeconomicus*, Novi Sad, No 4, p. 390.

[ddocs/speeches/2004/ 20041202/default.htm](http://www.fed.org/publications/workingpapers/2004/20041202/default.htm) Bernanke, Ben, Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic, and Posen, Adam (1999), *Inflation targeting: lessons from the international experience*, Princeton University Press, chs.1-3. Svensson, Lars (1997), "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets", *European Economic Review* 41, 1111-1146. <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/intermt.pdf>

Марвин Гудфренд (Marvin Goodfriend) разматра концепт примене инфлационог таргетирања у Сједињеним Америчким Државама. Он чак тврди да Федералне резерве већ вежбају "имплицитно таргетирање инфлације". Председник Федералних резерви Гринспен јасно додељује приоритет одржавању стабилности ниске стопе инфлације. Као резултат тога имамо кредибилитет ФЕД који је стекао кроз флексибилност у стабилизацији привреде, без губљења контроле над инфлацијом. Марвин Кинг истиче да концепт циљања инфлације треба да се посматра као "начин размишљања о политици". С друге стране, Ларс Свенсон и Мајкл Вудфорд закључују да је концепт циљања инфлације оптимална монетарна политика. Свенсон (1999, 2003) истиче да се ово правило монетарне политике широко тумачи као прописани водич за монетарну понашање. То обично претпоставља представљање циљева централне банке која се бави флексибилним циљањем инфлације. Марвин Кинг тврди да овај концепт исказује супериорност преко посвећености новчаном расту кроз правило на основу тога, а овај приступ треба да подједнако служи за одржавање ниске просечне инфлације и ниских инфлационих очекивања. Циљање инфлације такође постиже у кратком року оптималне резултате кроз одговоре на шокове, док код монетарног циљања то није случај.

Основна начела циљане инфлације подразумевају већу усмереност на динамику домаће агрегатне тражње (у односу на ограничење новчане понуде) и потенцирају национална очекивања стопе инфлације у односу на адаптивна. Оно што издваја овакав концепт монетарне политике исказано је кроз експлицитну јавну обавезу да се контролише инфлација као примарни циљ монетарне политике, где је акценат на политици транспарентности и одговорности. Концепт таргетирања инфлације подразумева висок ниво транспарентности и кредибилитета јер је, како је истакао Б. Фридман, циљање инфлације начин манипулације очекивањима о будућој инфлацији.⁵⁹

Ипак, постоји један број елемената на којима почивају циљеви концепта таргетирања инфлације, а то су:

⁵⁹ Freedman B., 2003, "Central Banking, Monetary Theory and Practice", Edward Elgar, p. 120.

- а) институционална посвећеност стабилности цена, која се експлицитно препознаје као главни циљ монетарне политике;
- б) јавно оглашавање средњорочног квантитативног циља инфлације;
- в) заснивање монетарне политике на широком спектру информација, не само монетарних агрегата и девизног курса, укључујући и прогнозе инфлације;
- г) транспарентност циљева монетарне политике централне банке уз образложење за њене одлуке и
- д) постојање механизма одговорности за остваривање циљева монетарне политике, посебно за достизање циљане инфлације.

Конечно, циљеви на којима почива концепт таргетирања инфлације подразумевају да централна банка јавно оглашава инфлациону мету (таргет) и обећава да ће је достићи током одређеног периода. Централна банка затим пореди стварну инфлацију са прогнозом инфлације за одређени период. Централна банка даје јавне процене о висини очекиване инфлације у наредној години. Ако пак инфлација буде изнад циља, централна банка ће подићи каматне стопе да се “охлади” привреда како би оборила инфлацију. Ако је инфлација превише ниска, централна банка даје предност нижим каматним стопама у циљу подизања инфлације на циљани (таргетирани) ниво.⁶⁰

4.2. Стратешки избор монетарне политике таргетирања инфлације

Тренутно преовлађујуће гледиште у свету да основни циљ монетарне политике централних банака треба да буде ценовна стабилност.⁶¹ Саме централне банке у свету данас воде транспарентну политику и отвореност која је заменила тајновитост и мистичност као водич монетарне политике у претходном периоду. Заговорници концепта таргетирања инфлације истичу да добро дефинисање инфлационог циља има пресудну улогу код избора концепта таргетирања инфлације. Циљање

⁶⁰ Todorović Đurović J., Đorđević M., 2008, *“Features of inflation targeting as a type of monetary strategy”*, Facta universitatis, Vol. 5, No 1, Niš, str. 39-40.

⁶¹ Видети исто: Фабрис Н., Галић Ј., 2010, *“Ка новој монетарној парадигми: Да ли ће финансијска стабилност постати преовлађујући циљ монетарне политике”*, Економска политика Србије у 2010. години, ка новом моделу макроекономске стабилности, Научно друштво економиста са академијом економских наука и Економски факултет Београд, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 15.

инфлације је стратегија монетарне политике коју карактерише најавна нумеричког инфлационог циља, кроз спровођење монетарне политике. Концепт таргетирања инфлације даје велику улогу инфлационој прогнози праћеној високим степеном транспарентности и одговорности врхунске монетарне установе.

Код концепта таргетирања инфлације постоје две врсте избора. С једне стране је тзв. флексибилно таргетирање инфлације, присутно у великом броју земаља, а које има за циљ стабилизовање инфлације око циљане стопе инфлације и стања реалне економије. С друге стране, категорија строго циљане инфлације има за циљ стабилизовање само инфлације, без обзира на стабилност реалне економије. Због времена заостајања и кашњења између монетарних мера и њиховог утицаја на инфлацију и реалну економију, ефикасније је тзв. флексибилно циљање инфлације јер се ослања на прогнозу инфлације. Дакле, флексибилно циљање инфлације се може најконкретније описати као циљање прогноза, где централна банка бира политику курса. Централне банке данас, генерално узев, теже флексибилном облику циљања инфлације. Уосталом, практична збивања током кризе после 2008. године у развијеним економијама показала су да се одабир концепта флексибилног таргетирања инфлације показао као прилагодљив оквир у променљивим околностима.⁶²

Централне банке многих развијених земаља су радиле на афирмисању концепта таргетирања инфлације. Пре финансијске кризе из 2008. године, развијене земље су постигле консензус подржан од стране бројних теоријских студија и практичног искуства у многим земљама. Тада је установљено правило да ће монетарна политика бити најкориснија ако је фокусирана на стабилан и занемарљив раст потрошачких цена. Креатори монетарне политике стратегије инфлационог таргетирања морају да прихвате идеју да је постизање ниске инфлације примарни циљ монетарне политике (уз минимизирање варијабилности кретања у реалној економији у току постизања и одржавања циљане стопе инфлације). Мухамед Арифи (Muhammad Arifi) у том погледу, на основу искуства земаља у развоју, истиче да су високе и променљиве инфлације скупе, било у погледу алокације ресурса или дугорочног раста производње. Исто тако, монетарна политика има значајан утицај на пролазни број реалних варијабли,

⁶² Sarwat Jahan, (28. March 2012), "*Inflation targeting: Holding the line, International monetary fund*", преузето са сајта <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, доступно дана 11.03.2012.

укључујући и незапосленост. Имајући све ово у виду, овај економиста сматра да ће таргетирање инфлације као оквир побољшати дизајн, имплементацију и перформансе монетарне политике у поређењу са осталим концептима који се могу користити од стране централне банке. По његовом мишљењу, сви други концепти монетарне политике имају тенденцију недостатка транспарентности и нису разумљиви од стране јавности.⁶³

За Едвина Трумана (Edwin M. Truman) стратешки избор таргетирања инфлације као оквир монетарне политике није ни “лек”, ни “отровна пилула”.⁶⁴ У ову стратегију монетарне политике уклапа се и тренд који је данас присутан у свету, који се од инфлационог таргетирања помера на ниво циљања цена. Дакле, централна банка данас треба да настави мандат кроз висок степен оперативне аутономије и стабилност цена, што је примарни циљ монетарне политике. Такође је присутна и одговорност централне банке за учинак у постизању циљане инфлације, углавном кроз високу транспарентност.

Аутентичан став о овом питању има нобеловац Пол Кругман (Paul Krugman), који самоуверено протезира ниво циљања цена и/или таргетирања номиналног БДП кроз “таргет прогнозу”, што је боље од садашњег режима циљања инфлације који је на снази у Великој Британији, САД и већини других развијених економија. Према његовом мишљењу, циљање номиналног БДП-а је на дуге стазе стратегија, а не само трик да се развијене економије носе са актуелном рецесијом. У истом правцу иду и препоруке шведског економисте Кнута Виксела (Knut Wicksell) који истиче да монетарни оквир треба да представља не само циљање инфлације, него и циљање номиналног БДП, кроз више дискрециони приступ централних банака.⁶⁵

У протекле три-четири године централне банке широм света суочавају се са новим изазовима и самим тим се искристалисало питање будућности стратегије таргетирања инфлације. У том смислу Карл Волш (Carl E. Walsh) предлаже измене у монетарној политици, која укључује

⁶³ Muhammad Arifi (spring 2011), “Evaluating Experiences of Developing Countries Moving Towards Inflation Targeting: A Lesson Learning for Pakistan”, Indus Journal of Management & Social Sciences, 5(1), p. 46.

⁶⁴ Truman M. Edwin, 2005, “Inflation targeting in the world economy”, Book Reviews, Indian Edition, Viva Books Private Limited, New Delhi, p. 428.

⁶⁵ Schuler Kurt, Bob Keleher’s market price approach to monetary policy, (June 5th, 2012), преузето са сајта <http://www.freebanking.org/2012/06/05/bob-keleher's-market-price-ap...> доступно дана 06.06.2012.

додатне циљеве међу циљевима централне банке, коју прати подизање нивоа циљане просечне инфлације и прелазак на циљање цена.⁶⁶ Ларс Е. О. Свенсон (Lars E. O. Svensson) конкретно захтева дуже временске хоризонте прогнозе са циљањем инфлације на вишем нивоу.⁶⁷ Овај предлог подржава и главни економиста ММФ-а Оливер Бланхард (Olivier Blanchard), који истиче да је то начин да се централним банкама које данас дају предност нижим каматним стопама остави више простора за деловање.⁶⁸ Уосталом, ограничење које је донела нулта номинална каматна стопа довело је до предлога да се подигне праг просечне циљане инфлације. Све то сугерише потребу за великом реформом актуелне монетарне стратегије флексибилног циљања инфлације у развијеним економијама.⁶⁹

Закључак који је изведен из финансијске кризе 2008. и 2009. године, која и данас траје, јесте да централне банке, осим одговорности за стабилност цена, морају да преузму и одговорност за финансијску стабилност. Концепт флексибилног таргетирања инфлације, који је важио до времена глобалне финансијске кризе 2008. и 2009. године, био је нека врста консензуса. Тај мандат, према том консензусу, аутоматски доводи до финансијске стабилности. Глобална финансијска криза је показала да се овај консензус сада све више посматра као неадекватан и недовољан. Политика каматних стопа данас није више “савршен” инструмент који је довољан за очување финансијске стабилности. Главни задатак монетарних власти је да се одржи финансијска стабилност.⁷⁰ Поред тога, за многе отворене економије које су усвојиле концепт флексибилног таргетирања инфлације, постоји дебата одговарајуће улоге девизног курса у циљању инфлације. На пример, у привредама са високим нивоом девизног дуга курсне промене ће имати јаке ефекте на финансијску позицију дужника. Услед тога, изазов за креаторе монетарне политике јесте у томе да

⁶⁶ Walsh E. Carl (September 2011), *“The future of inflation targeting”*, The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, p. 23.

⁶⁷ Svensson E. O. Lars, 2010, *“Inflation targeting”*, NBER Working paper, Working paper 11654, National bureau of economic research Cambridge, December, p. 57-60; преузето са <http://www.nber.org/papers/w16654>, доступно дана 12.09.2011.

⁶⁸ Roger Scott, 2010, *“Inflation targeting turns 20”*, Volume 47, Number 1. International monetary fund, Washington, March, p. 49.

⁶⁹ Видети: Walsh E. Carl, 2011, *“The future of inflation targeting”*, The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, September, p. 34.

⁷⁰ Видети детаљније: Marinković S., Radojičić J., 2009, *“Inflation targeting challenged by financial crisis”*, Facta universitatis, Economics and organization, Vol. 6, No 3, Niš, str. 249.

обезбеде курс који остаје подређен таргетирању инфлације.⁷¹ Према нашем мишљењу, концепт циљања инфлације ће после најновије економске кризе пре бити измењен него напуштен.

4.3. Валоризовање и праћење успешности монетарне политике циљане инфлације у изабраним земљама

Према подацима ММФ-а, почетком 2012. године више од тридесет централних банака широм света су деловале у земљама које су потпуно развиле концепт инфлационог таргетирања, док су неке друге у процесу успостављања пуног режима циљања инфлације. Може се рећи да економије евро зоне такође преферирају неки облик инфлационог таргетирања. Чак се и Сједињене Америчке Државе могу рачунати као (скорашњи) усвојилац концепта инфлационог таргетирања. Federal Open Market Committee (FOMC), се почетком 2012. године експлицитно огласио кроз жељени учинак инфлације.⁷² Ова констатација само потврђује да је концепт таргетирања инфлације био релативно успешна стратегија монетарне политике у протеклом периоду.

Међутим, присутна су и другачија виђења. У односу на исходе монетарне политике, постоји велики број студија о ефектима које је имала политика циљања инфлације наспрам достигнутих макроекономских перформанси у земљама које нису примењивале овај концепт. У односу на исходе монетарне политике у земљама OECD-а, Бол (Ball) и Шеридан (Sheridan) су 2003. године утврдили да су земље са историјом високих инфлација пре 1990. године касније имале виши степен инфлације од земаља са историјом ниске инфлације. Они су тврдили и да нема доказа о томе да циљање инфлације побољшава остале перформансе једне земље.⁷³ Лин (Lin) и Је (Ye) 2007. године и Волш (Walsh) 2009. године су тврдили да у земљама које су примењивале концепт таргетирања инфлације није дошло до повећања привредне активности.⁷⁴ Имамо став и

⁷¹ Видети детаљније: Morón Eduardo and Diego Winkelried, 2005, *"Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies"*, Journal of Development Economics, Vol. 76, No. 1, p. 23-51.

⁷² Stevens Glenn (december quarter 2012), *"Challenges for Central Banking, Bulletin Enquiries"*, Reserve bank of Australia, p. 74.

⁷³ Hammond Gill, 2011, *"State of the art of inflation targeting-2011"*, Centre for Central Banking studies, Handbook, No 29, Bank of England, London, p. 6.

⁷⁴ Lavigne Robert, Mendes R. Rhus, Sarker Surbata (spring 2012), *"Inflation targeting: The recent international Experience"*, Bank of Canada Review, Bank of Canada, Ottawa, p. 17.

нобеловца Јозефа Стиглица (Joseph Stiglitz), противника концепта таргетирања инфлације, који истиче: "...концепт циљане инфлације довео је до огромних привредних и људских катастрофа, условљавајући пад производње и остављајући десетине милиона људи без посла. Ако то искуство није довољно да дискредитује ову политику, тешко је замислити да би било ко за инфлационо таргетирање имао другачије мишљење..." У повећању цена хране, нафте и других сировина треба тражити главне изворе тзв. епидемије инфлације. Јозеф Стиглиц истиче опасност од ослањања искључиво на концепт циљане инфлације и занемаривања финансијског сектора. По његовом мишљењу, то значи да ће растућа незапосленост и спори раст бити норма у годинама које долазе.⁷⁵

Друге студије пак показују супротно. Анализе Хивонена (Huvonen), Бола и Шеридана су 2004. године показале да је усвајање концепта циљане инфлације бар делимично допринело конвергенцији инфлације у деведесетим годинама прошлог века. Вега (Vega) и Винкелрид (Winkelried) су 2005. године дошли до закључка да је таргетирање инфлације помогло да се смање ниво и нестабилност инфлације у земљама које су овај концепт усвојиле.⁷⁶ Понтинес Виктор (Pontines Victor) је 2011. године истакао да земље у развоју које примењују монетарну стратегију циљане инфлације имају мању нестабилност номиналног и реалног девизног курса у односу на земље у развоју са нециљаном инфлацијом. Дакле, усвајање концепта инфлационог таргетирања као монетарног режима је, по њиховом мишљењу, било повољно у земљама у развоју у протеклом периоду.⁷⁷

У складу са овим наводима, кроз позитивна искуства са применом концепта циљане инфлације, познати су и неки емпиријски докази у студијама ММФ-а. О концепту таргетирања инфлације у тржишним привредама и у привредама у развоју, истраживања ММФ-а су утврдила да је таргетирање инфлације било повезано са нижом инфлацијом, тј. установљена је нижа променљивост инфлације у односу на земље које га нису усвојиле. ММФ такође сматра да је оквир монетарне политике, кроз концепт циљања инфлације, био најуспешнији на почетку нафтне кризе и ценовних шокова хране из 2007. године. Иста истраживања показују да су земље у развоју, користећи концепт таргетирања инфлације, самим тим

⁷⁵ Видети детаљније: Akerlof G. A., Dickens W. T. and Perry G. L., 1996, *"The Macroeconomics of Low inflation"*, Brookings Papers on Economic Activity, 1, p. 1-76.

⁷⁶ Hammond Gill, *op. cit.*, p. 6.

⁷⁷ Pontines Victor, 2011, *"The nexus between inflation targeting and exchange rate volatility"*, Staff paper 84, The South East Asian Central Banks (SEACEN), Research and Training Centre (The SEACEN Centre), Kuala Lumpur, Malaysia, August, p. 12-13.

промовисале ефикаснији оквир монетарне политике наспрам других опција монетарне политике. Роџерс (Rogers) је 2010. године утврдио да је концепт циљања инфлације доказано отпоран на финансијску кризу. Карваљо (Carvalho) и Филхо (Filho) сугеришу 2010. године да концепту таргетирања инфлације изгледа више одговарају кризне ситуације.⁷⁸ Ларс Свенсон (Lars Svensson) је 2010. године, упоређујући индустријске и неиндустријске земље (25 земаља ОЕЦД-а), дошао до закључка да се концепт циљања инфлације показао као најфлексибилнији режим монетарне политике који је успео да преживи неколико великих шокова, па и недавну финансијску кризу и дубоку рецесију у развијеним економијама. Успех је апсолутан чак и у односу на друге стратегије монетарне политике, као што су циљање курса или монетарних агрегата.⁷⁹

Аналитичари који предност дају коришћењу концепта таргетирања инфлације истичу да је овај режим у последњој деценији доказао да може да одржи инфлацију и стабилизује инфлациона очекивања. Досадашње позитивно искуство код примене концепта таргетирања инфлације може се потврдити у земљама у којима је концепт најдуже примењиван (Нови Зеланд, Канада и Велика Британија). У тим земљама је примењивање концепта циљане инфлације допринело смањењу инфлације и инфлационих очекивања уз ниже номиналне каматне стопе. Међу развијеним економијама које су примењивале концепт инфлационог таргетирања инфлација је била мања него у земаљама које нису примењивале овај концепт.

Генерално узев, без обзира на недостатке овог концепта, циљана инфлација је у земљама у којима је примењивана у протекле две деценије дала прилично стабилно макроекономско окружење. Овим се таргетирање инфлације показало као све атрактивнија опција, коју углавном прати генерисање ниске инфлације, посебно у развијеним економијама али и економијама у транзицији.⁸⁰

Поредећи кључне макроекономске варијабле у земљама са циљаним/нециљаним концептом таргетирања инфлације, економисти Банерје, Цечети и Хофман (Ruan Banerje, Stephen Cecchetti i Boris Hofman) су

⁷⁸ Hammond Gill, *op. cit.*, p. 6.

⁷⁹ Svensson Lars E. O. (December 2010), *"Inflation targeting"*, Working Paper 1665, National Bureau of economic research, Cambridge-Washington, p. 13.

⁸⁰ Ostry D. Jonathan, Ostry Ghosh, R. Atish Ghosh and Chamon Marcon, 2012, Two targets, Two instruments: Monetary and Exchange rate Policies in Emerging Market Economies, SDN/12/01, International monetary fund, Research department, Washington, February 29, p. 21.

у периоду пре и после глобалне финансијске кризе уочили да земље које практикују циљање инфлације добро пролазе у овом односу, посебно земље у транзицији. Од 2000. године су флукутације инфлације, раст БДП и инфлаторна очекивања нижи у економијама у транзицији које планирају инфлацију него у економијама без планирања инфлације. Код економија које примењују таргетирање инфлације евидентан је стабилнији развој у односу на економије без планирања инфлације. Још је јаснији период од 2007. године који укључује глобалну финансијску кризу. У развијеним економијама евидентна је мања разлика између земаља са циљаном инфлацијом и оних без ње. То је вероватно због монетарне политике неколико великих валутних подручја (нпр. САД и еврозона), које су у пракси радиле на сличан начин као земље које практикују циљање инфлације, (Табела 3).

Табела 3. Макроекономске варијабле у земљама са циљаним стопама инфлације и у другим земљама

Тип економије	Инфлација				Инфлациона очекивања				Раст БДП			
	2000-2006		2007-2012		2000-2006		2007-2012		2000-2006		2007-2012	
	Актуелна инфлација	Стандардна девијација	Актуелна инфлација	Стандардна девијација	Инфлациона очекивања	Стандардна девијација	Инфлациона очекивања	Стандардна девијација	Актуелни БДП	Стандардна девијација	Актуелни БДП	Стандардна девијација
Циљање инфлације Напредне економије	2,20	1,38	2,30	1,60	2,12	0,24	2,25	0,51	2,99	1,63	1,26	2,53
Неинфлационо циљање Напредне економије	1,47	0,70	1,41	1,59	1,44	0,24	1,29	0,55	1,97	1,66	0,40	3,38
Циљање инфлације Тржишта у транзицији	4,14	1,19	4,50	1,76	4,29	0,73	4,19	0,54	4,51	1,80	3,65	3,85
Неинфлационо циљање Тржишта у транзицији	7,29	3,01	5,25	2,72	7,33	2,69	4,65	1,20	7,13	4,50	4,13	5,53

Извор: Berg, Claes, Hallsten, Kerstin, Heideken Von Queijo, Virginia, Soderstrom, Ulf (2013), *Two Decades of inflation Targting: Main Lessons and Remaining Challenges*, Sveriges Riksbank Economic Review, N03, Special Issue, Stocholm, p. 5., а по основу рада Benerjee, Ruan, Stephen, Cecchetti and Boris Hofmann (2013), "The Riksbank's Attainment of its Inflation Target over a longer Period of Time", *Economic Commentaries*, 4, Sveriges Riksbank

У периоду после најновије финансијске кризе, Федералне резерве САД и Банка Јапана усвојиле су бројчане инфлационе циљеве, али нису прогласиле инфлационо таргетирање. У стварности, у многим земљама, укључујући и оне које су усвојиле циљање инфлације, монетарна политика се не спроводи на такав начин аутоматски, већ са нагласком на стабилности цена и економској стабилности на средњи и дуги рок.

Може се закључити да је концепт циљане инфлације у континуитету на тесту у високоразвијеним индустријализованим економијама. То се односи посебно на земље у развоју, које се суочавају са већим стопама инфлације него развијене економије. Последња финансијска криза је јасно показала да стабилност цена не гарантује финансијску стабилност, што је изазвало дебату о одговарајућој улози монетарне политике у одржавању финансијске стабилности. Криза је условила даља истраживања веза између реалне економије и финансијског сектора. Искуство финансијске кризе је такође подстакло расправу о алтернативи таргетирања инфлације, као што је циљање на нивоу цена и/или циљање номиналног БДП.⁸¹ У техничком смислу, кључна разлика између два режима је у томе што код таргетираног нивоа цена централна банка даје себи за право да коригује девијације цена у односу на таргет. Код примене концепта таргетирања инфлације, централна банка коригује девијације у инфлацији у односу на таргет, али не може да одговори на једностране промене у нивоу цена.⁸² Из овога произлази нова будућа улога централних банака, што ће представљати изазов за академску и економску мисао широм света у наредном периоду.

⁸¹ Lavigne R. и остали, *op. cit.*, 24.

⁸² Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, "Монетарна стратегија", Економски факултет, Ниш, стр. 137.

5. Стратегија таргетирања стопе раста номиналног БДП

5.1. Теоријске основе стратегије таргетирања стопе раста номиналног БДП

Циљање номиналног БДП јесте разумна алтернатива циљању инфлације. Номинални бруто домаћи производ је, по једном приступу, једини циљ монетарне политике и представља производ одговарајућег нивоа цена и реалног друштвеног производа. Овакав приступ је некада примењивала и немачка Бундесбанка, где се, према методологији Централне банке СР Немачке, до таргета за номинални друштвени производ долазило на следећи начин: полазило се од неизбежне инфлације од 0-2%, која се онда додавала дугорочној стопи реалног друштвеног производа. Овај циљ је служио Бундесбанци као “покриће” за објављене циљеве, што се односило на обим примарног новца.⁸³

Практична дешавања у појединим економијама нам потврђују избор стратегије таргетирања стопе раста номиналног БДП. Скот Самнер (Scott Sumner), либерални економиста конзервативних погледа, тврдио је да је Банка Енглеске током 2010. године циљала номинални БДП, а не инфлацију. Инфлација у Енглеској је током 2009. године била релативно висока, око 4-5%. То је делимично тако због посебних фактора као што је велики раст пореза на додатну вредност и виша цена нафте. Банка Енглеске је дозвољавала да у периоду 2009-2012. године инфлација буде изнад циља. Ако би се у Енглеској одлучили на циљање инфлације, требало би пооштрили монетарну политику када је инфлација висока. Они су пак приметили да је њихов номинални раст БДП још увек релативно низак и не само да нису пооштрили монетарну политику, већ су најавили други круг квантитативног попуштања. Међутим, формално гледано, Банка Енглеске још увек има мандат од владе за циљању инфлацију.⁸⁴ Све ово нас упућује на колапс претходно стабилног односа на релацији између количине новца и номиналног БДП. То је навело неке економисте да током осамдесетих

⁸³ Живковић А., Кожетинац Г., 2005, “Монетарна економија”, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 416.

⁸⁴ Scott Sumner, “Targeting nominal GDP, *Columbia Economics Review*”, преузето са сајта http://columbiaeconreview.com/index.php/en/viewissuesonline/80_fal..., доступно дана 13. 6. 2012.

година прошлог века и после економске кризе током 2008. године, предложено номинални БДП за таргет варијаблу.

Неки економисти отуда циљање номиналног БДП виде као најбоље решење. Дејвид Андолфато (David Andolfatto) констатује да је таргетирање номиналног бруто домаћег производа “најмање лош” монетарни режим. Тржишни монетаристи Скот Самнер (Scott Sumner) и Дејвид Бекворт (David Beckworth) су, уместо инфлационог таргетирања (као што су радиле централне банке за последњих двадесет година), предложили да централне банке широм света циљају стопу раста номиналног БДП. Самнер наводи да је концепт таргетирања каматне стопе готово праисторијска мера. Он је врло конкретан и истиче да је циљање тражње, односно нивоа цена, много боља опција. Ови заговорници циљања номиналног БДП верују у његову супериорност и сматрају да би такву политику требало усвојити одмах, нарочито због недостатка агрегатне тражње. Џефри Френкел (Jeffrey Frankel), присталица ове стратегије, истиче да ће циљање номиналног БДП стабилизovati тражњу, а то је највише што се може тражити од монетарне политике.⁸⁵ Марк Карнеј (Mark Carney), гувернер Банке Канаде, верује да се приликом избора циљања номиналног БДП не треба фокусирати на симптом (тј. инфлацију) када се може усредсредити директно на узрок, односно на промене агрегатне тражње.⁸⁶

Таргетирање номиналног БДП требало би да буде једнако дугорочној просечној стопи раста реалног БДП увећаној за циљану стопу инфлације, што би омогућило кретање стварне инфлације близу жељене стопе.⁸⁷ Економисти Бенет (Bennet) и Нелсон (Nelson) развијају тезу да номинални БДП као потенцијални средњи циљ променљиве треба поредити са средњим циљем на основу очекиваних будућих стопа инфлације, као и таргетирањем инфлације. Овај концепт практикује неколико великих светских централних банака.⁸⁸ Иначе, присталице

⁸⁵ Frankel Jeffrey (31.05.2012), “How inflation targeting met its demise”, преузето са сајта <http://www.bangkokpost.com/opinion/opinion/295849/how-inflation>, доступно дана 12.06.2012.

⁸⁶ Carney Mark, (February 24, 2012), “NGDP Targeting News Roundup”, преузето са сајта <http://macromarketmusings.blogspot.com/2012/02/ngdp-targeting-news...>, доступно дана 14.06.2012.

⁸⁷ Тодоровић Ђуровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, “Монетарни и фискални менаџмент”, Универзитет у Нишу, Економски факултет, Ниш, стр. 196.

⁸⁸ Bennet T. McCallum and Edvard Nelson, 1998, “Nominal income Targeting in an open economy Optimizing model”, Conference of monetary policy Rules, Sveriges riksbank

циљања номиналног дохотка/БДП фаворизују ову политику као разлог стабилизационе политике током тешких рецесија.

Открића Алфреда Гундера (Alfred V. Guender) указују на то да ова стратегија монетарне политике, кроз хибридан облик циљања номиналног БДП, има за циљ постизање унапред одређеног циља. Тај циљ се састоји од збира производног јаза и стопе инфлације. Ову констатацију потврђује Бол, који истиче да циљање номиналног БДП може бити од користи економској политици зато што је блиско повезано са растом реалног БДП и инфлацијом. Алсо Цечети (Also Cecchetti) представио је 1995. године симулације које показују да ће политика усмерена на стабилизовање номиналног раста БДП вероватно произвести добре економске резултате с обзиром на тешкоће у предвиђању и контролисању инфлације. На основу тога, заговорници стратегије циљања номиналног БДП тврде да би овим концептом била постигнута већа макроекономска стабилност.

Различити заступници још увек само теоријског концепта таргетирања номиналног БДП-а (нигде у свету није спроведен у пракси),⁸⁹ коначно су заинтересовани за постизање дугорочне везе између номиналног БДП-а и цена. За носиоце монетарне политике значајније је то да ли је достигнути ниво домаћег производа подељен између производње и цена. Међутим, посебно је питање да ли је то у пракси могуће спровести.

Има и економиста који су против таргетирања стопе раста номиналног БДП-а. Одбацивањем концепта циљане инфлације и постављањем концепта циљања номиналног БДП-а, са ове временске дистанце би земљама које би га примењивале могло донети више штете него користи. Конкретно, Џ. Бин (C. Bean) истиче да таргетирање номиналног БДП, уколико су у питању поремећаји на страни понуде, не може да спречи колебање цена и производње. Тај став заступају и монетаристи нове генерације после глобалне финансијске кризе, јер је сврсисходније користити циљање новчаних агрегата, првенствено зато што су ефикаснији, него номиналног БДП.⁹⁰

and Institute for international economic Studies Stockholm University, Stockholm, 12-13. June, p. 29.

⁸⁹ Многе централне банке су усвојиле таргетирање инфлације, а ниједна није усвојила номинални БДП као циљ. Mishkin, S. Frederic, 2006, *"Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta"*, Data status, Beograd, str. 508.

⁹⁰ Барјактаровић Л., 2010, *"Монетарно кредитни и девизни систем"*, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 120-122, а конкретније о утицају понуде и тражње на кретање номиналног БДП видети у раду Bean, C. (December 1983), *"Targeting nominal income: An appraisal"*, Economic Journal, p. 806-819.

И заиста Свенсон (Svenson 2012), прави разлику између модерног приступа и користи које пружа монетарна политика коју уско поистовећује са политиком каматних стопа и финансијском политиком која садржи билансну политику централне банке. Из тога следи да замена са циљањем номиналног дохотка/БДП, концепта инфлационог таргетирања ипак се не решава алтернативним алатима у ситуацији када је каматна стопа на нултом нивоу тј. у замци ликвидности, каква је сада код водећих банака у свету. Против циљања номиналног дохотка/БДП су и низ практичних изазова који претходе његовој имплементацији. Ово је дискутовано од стране Годхарта и осталих (Goodhart et. al. 2013), да укратко треба размотрити велики број оперативних изазова који иду уз усвајање концепта циљања номиналног дохотка/БДП, а утичу на монетарну политику. Сви ови изазови су универзални али треба бити посебно забринут са њиховим импликацијама локално на нивоу дате економије. Кемп (Kemp 2012), конкретно истиче да процена неинфлационе стопе раста реалног БДП је контраверзна и неизвесна. Штавише, вероватно је да ће то бити предмет значајних политичких контраверзи (као што је то наведено и од стране Годхарта и осталих (Goodhart et.al. 2013)).⁹¹ Због ових околности, прелазак на циљање номиналног БДП, какве год да су његове предности, не треба олако предузимати.⁹²

5.2. Предности и недостаци стратегије таргетирања номиналног БДП

Монетарна стратегија таргетирања номиналног БДП има многе предности, али и слабости. Заговорници стратегије циљања номиналног БДП истичу у први план њене предности:

1. поузданија веза инструмената монетарне политике и номиналног БДП него што је то случај код других варијабли;
2. принципи и правила ове стратегије спречавају централне банке да искористе краткорочни trade-of између инфлације и незапослености, тј. да повећањем новчане масе утичу на раст реалног БДП, по цену повећања инфлације;

⁹¹ Plessis, Du Stan and Rietveld, Malan (july 2013), Should inflation targeting be abandoned in favour of nominal income targeting? Stellenbosch Economic Working papers, 12/13 Bureau For Economic Research, Universitetit Stellenbosch Universitz, p. 22.

⁹² Changing target, August 27th 2011, преузето са сајта The economist, <https://www.economist.com/finance-and-economics/2011/08/27/changing-target>, дана 13.02.2012.

3. примена ове стратегије помаже у обезбеђивању дугорочне стабилности цена, тако да централна банка има могућност реаговања на краткорочне привредне поремећаје (ово је и најбитнији аргумент кејнзијанских теоретичара).

Недостаци стратегије таргетирања номиналног БДП су:⁹³

1. информације о ценама објављују се благовремено и чешће за разлику од података о номиналном БДП (мерење номиналног БДП обухвата податке о тренутним количинама, као и текуће цене);
2. номинални БДП, као циљ, приморава централну банку да објави податак о потенцијалној стопи раста БДП, а прогнозе раста БДП нису прецизне и временом се ревидирају.
3. уколико кроз прогнозе номиналног БДП дође до грешака, монетарне власти су чешће подложне критикама. Треба имати у виду да сигурност приликом објављивања ових података, заправо нема, где јавност погрешно претпостави, како је таква процена заправо фиксни циљ за потенцијалну стопу раста БДП. Таква ситуација може имати и политичке консеквенце, јер креатори политике бивају изложени критикама јавности, која може веровати да су дугорочне стопе раста, које су они одредили, заправо прениске;
4. јавност боље разуме концепт циљане инфлације од концепта циљања номиналног БДП, који се лако може изједначити са стопом реалног БДП. Овим је концепт таргетирања номиналног БДП мање транспарентан од концепта таргетирања инфлације и
5. концепт постављања дугорочног циља номиналног друштвеног производа, проблематичан је најпре због тога, што на агрегатну тражњу не утиче само монетарна политика, него и фискална политика и одлуке великог броја привредних субјеката (предузећа и домаћинстава).⁹⁴

⁹³ Видети опширније: Mishkin S. Frederic, 2006, *op. cit.*, стр. 508-509.

⁹⁴ Живковић А., Кожетинац Г., 2005, *“Монетарна економија”*, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 419.

6. Таргетирање каматне стопе

6.1. Каматна стопа као најчешћи таргет у монетарној политици

Каматне стопе су свакако до сада најчешће коришћен таргет у монетарној политици, посебно у развијеним економијама. У те сврхе се најчешће користе краткорочне каматне стопе. Каматне стопе су отуда најзначајнији инструмент многих централних банака. Некада и сада најчешће коришћене краткорочне номиналне каматне стопе, као оперативни циљ у развијеним економијама, јесу каматне стопе на федерална средства. С тим у вези можемо, на пример, поменути у САД (Federal funds rate), или каматну стопу на краткорочне кредите финансијским институцијама које Банка Канаде наплаћује.

Ове камате у ствари зависе од понуде и тражње резерви (вишка), средстава комерцијалних банака. Генерално, монетарна политика врхунске монетарне установе, која почива на употреби монетарне базе као оперативног циља, директно утиче на понуду и тражњу резерви комерцијалних банака. Тиме се мења и каматна стопа на преконоћне зајмове и изазива читав низ реакција на другим каматним стопама у привреди. На овај начин централна банка утиче на узимање и давање зајмова, инвестициону и личну потрошњу итд. Виша каматна стопа значи да су банке задуженије, а нижа, насупрот томе, да банке имају реактивно велике слободне резерве тако да могу својевољно повећавати зајмове.⁹⁵ Задуживање на међубанкарском тржишту јесте најнепосреднији извор ликвидности банака, а укупна активност на тржишту због тога може бити важан показатељ функционисања банкарског тржишта. Проблеми на овом тржишту могу довести до недовољне ликвидности банака, а самим тим неадекватне алокације капитала и расподеле ризика између банака. Значајно је то да су међубанкарске стопе кроз тзв. преконоћне позајмице познате као средство, тј. главни механизам кроз који је последњих година каналисана монетарна политика у САД, највећој светској економији.

Постоји неколико начина мерења каматних стопа, и то:

- а) краткорочне номиналне каматне стопе и
- б) дугорочне или реалне каматне стопе (тј. разлика између номиналних каматних стопа и очекиване инфлације).

⁹⁵ Видети: Ђуровић Тодоровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, "Монетарни и фискални менаџмент", Универзитет у Нишу, Економски факултет, Ниш, стр. 195.

Посебно је питање да ли ће мете бити краткорочне номиналне или дугорочне каматне стопе. Када су краткорочне номиналне каматне стопе близу нуле, при чему је нула доња граница на овим стопама, поставља се питање да ли монетарна политика може бити спроведена како са краткорочним номиналним каматним стопама тако и са дугорочним или реалним каматним стопама. Конвенционалним сагледавањем Вудфорд (Woodford, 2005) истиче да ни краткорочне ни дугорочне реалне каматне стопе нису независни инструменти монетарне политике. С тим у вези Вудфорд (2005) каже: "...способност централне банке да утиче на трошкове, и отуда одлуке о цени, критично зависи од њене способности да утиче на очекивања тржишта у погледу будућег пута каматних стопа на преконоћне зајмове, а не само на њихов тренутни ниво".⁹⁶ Вудфорд подразумева одређену путању за краткорочне номиналне каматне стопе које морају бити позитивне и сада и у будућности.

За разлику од конвенционалног виђења, Бернардино Адао, Изабел Кореја и Педро Телес (Bernardino Adão, Isabel Correia и Pedro Teles, 2009) иду корак даље и сматрају да циљање каматних стопа може дуго да се примењује, али само као додатни инструмент монетарне политике, под условом да постоји довољна варијабилност код каматне стопе.⁹⁷ Каматна стопа је, због свих наведених околности, до сада најчешће коришћени таргет у монетарној политици.

6.2. Значај каматне стопе као информационе варијабле

Каматне стопе имају значајан утицај на одвијање привредне активности у одређеној земљи, те их стога треба користити макар као информациону варијаблу.⁹⁸ Усвајање концепта циљања каматне стопе је било актуелно посебно у развијеним економијама крајем седамдесетих и током осамдесетих година прошлог века. Према виђењу кејнзијанаца и савремених монетариста, каматне стопе представљају основну полугу у трансмисионом механизму монетарне политике. Када је у питању каматна стопа, емпиријска истраживања која су спровели Карл Брунер (K. Brunner) и

⁹⁶ Qvigstad F. Jan, 2006, "When does and interest rate path 'look good'?", Criteria for an Appropriate future interest rate path, Norges bank, Working paper series 5/06, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian School of Management, Oslo, p. 2.

⁹⁷ Видети детаљније: Bernardino Adão, Correia Isabel, Teles Pedro, 2010, "Short and Long Interest Rate Target", Review of Economic Dynamics, Working Papers with number 680, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis, p. 1-21.

⁹⁸ Ђуровић Тодоровић Ј., 2010, "Монетарна економија", Економски факултет, Ниш, стр. 262.

А. Мелтцер (A. H. Meltzer, 1969), показала су да је новчана маса преко каматне стопе бољи индикатор текуће монетарне политике у поређењу са другим монетарним агрегатима.⁹⁹ Алан Мелтцер (Allan H. Meltzer 1969) истиче да каматне стопе користе банкарни многи централних банака у свету као индикатор монетарне политике. По њему постоје два разлога за то:

- а) Однос тржишних каматних стопа и стопа промене цена није добио довољно пажње све до недавно и
- б) Експанзивна монетарна политика је значила ниже каматне стопе, чиме се мењао износ улагања и повећавала агрегатна потрошња.¹⁰⁰

Према Брајнардовом мишљењу (Brainard, 1967), политика таргетирања дугорочних каматних стопа као стратегија монетарне политике, може бити оптимална када политичари нису сигурни у квантитативне ефекте промене политике. Канцоне (Canzone), Хендерсон (Henderson) и Рогоф (Rogoff) 1983, а Мек Калум (McCallum) 1986. године доказују да је каматна стопа могла бити донесена близу позитивној и фиксној стопи, под условом да је циљ био у комбинацији са одговарајућим новчаним процесом. То значи да би за монетарне власти било оптимално да користе номиналне каматне стопе као информационе варијабле о промени квантитативних монетарних циљева.¹⁰¹ Вудфорд 1995. године доказује да су одређена правила, посебно правила у којима ће каматна стопа одговорити позитивно на текуће или очекиване будуће номиналне цене или новац линеарно. Исти економиста 2002. године истиче да се као алтернатива концепту циљања инфлације често представља номинална каматна стопа како би се пројектовала прогноза инфлације (за више од две године, на пример), у складу са политиком циљане инфлације централне банке.¹⁰² Овај аутор је 2003. године у свом каснијем раду био врло директан и истиче да се преко концепта циљања каматних стопа смањује нестабилност финансијског сектора, управо због повећане предвидљивости

⁹⁹ Ристић Ж., Живковић А., 1998, *“Финансијска макроекономија”*, Београд, стр. 201.

¹⁰⁰ Meltzer H. Allan, 1969, *“Appropriate Indicators of Monetary Policy”*, Tepper School of Business, Paper No 579, Carnegie Mellon University Research Showcase, p. 14.

¹⁰¹ Bali G. Turan, Thurston B. Thom, 2002, *“Policy effectiveness with a constant interest rate: With and without a defined monetary process”*, New York, July, p. 2.

¹⁰² Giannoni P. Mark, Woodford Michael, 2003, *“Optimal interest rate rules: A general theory”*, NBER Working Paper, No. 9419, Washington, p. 1.

каматних стопа.¹⁰³ Овде битну улогу имају информације јер је, ако су оне споре и непотпуне, тешко донети адекватне одлуке о било којој акцији централне банке.

Одређена група економиста се не слаже са тезом да само каматна стопа може послужити као информациона варијабла у привреди. Бен Бернанке, некадашњи председник Америчких Федералних Резерви, 2004. године је давао предност тзв. облику поступности (или изглађивању односа у привреди поступно, путем каматних стопа). Хјум и Сентанс (Hume, Sentance, 2009), Рајнхарт и Рогоф (Reinhart, Rogof, 2009) кроз своје радове доказују да глобално макроекономско успоравање у периоду 2007-2009. године показује сву сложеност макроекономске политике, где мисија трансмисионог механизма монетарне политике не може бити заробљена само по правилима каматне стопе.¹⁰⁴ С тим у вези треба поменути дебату Вудфорда и Свенсона (Woodford, Svensson) из најновијег периода да ли је финансијску стабилност боље постићи монетарном политиком, прилагођавањем краткорочне каматне стопе или коришћењем макропруденцијалне политике. Вудфорд тврди да се коришћење каматне стопе за одржавање финансијске стабилности не може оправдати само макропруденцијалним инструментима, док друго не може да пружи комплетно решење за финансијску стабилност. С друге стране, Свенсон сматра да је ефикасније да се монетарном политиком фокусирамо на стабилност инфлације а да се само користи макропруденцијална политика за финансијску стабилност, јер ова политика има директан утицај.¹⁰⁵ Финансијска криза у раздобљу 2007-2009. године показала је, првенствено код развијених економија, дозу скептицизма и нејасне везе каматне стопе са крајњим циљевима економске политике. Уосталом, монетарна политика (преко каматне стопе) треба да предвиди стање у привреди за око осамнаест месеци унапред. У пракси се то тешко спроводи. Заправо, недавна финансијска превирања само су указула на то да су неопходни нови макроекономски алати за стабилизацију националних економија погођених кризом.

¹⁰³ Coibion Olivier, 2011, *"Why are target interest rate changes so persistent?"*, NBER Working paper serise 16707, National Bureau of economic research, Washington, p. 1.

¹⁰⁴ Видети детаљније: Sheng Nan, 2011, *"Evaluating monetary policy rules under financial frictions: A poole analysis"*, European Economic Association & Econometric Society, Parallel Meetings 25-29. August, Oslo, p. 6.

¹⁰⁵ Hyunduk Suh (November 9, 2012), *Macroprudential Policy: Its Effects and Relationship to Monetary Policy*, Working paper 12-28, Research department Federal Reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p. 1.

Идеал савршене комуникације између политике и тржишта може се видети у државама у којима централне банке доносе одлуке које су у потпуности у складу са приватним очекивањима трансактора. У овом случају промене различитих каматних стопа неће доћи као изненађење. Међутим, поставља се питање да ли уопште постоји тај идеал? Морамо констатовати да увек постоји сумња у вези са избором и коришћењем конкретне каматне стопе. На пример, постоји разлика између активних и пасивних каматних стопа, између дисконтне и хипотекарне стопе и др. Колике ће разлике бити између ових стопа зависи од односа тржишних снага, а не само од монетарне политике. Уосталом, друге каматне стопе могу бити неосетљиве на главну дисконтну каматну стопу централне банке.

Према мишљењу класичних монетариста седамдесетих година прошлог века, каматне стопе нису биле потпуно поуздан индикатор монетарне и макроекономске политике. Коначно, каматне стопе нису саставни део трансмисионог процеса од инструмената монетарне политике до крајњих економских циљева. Због ових околности новчана маса или неки од облика резерви су много поузданији индикатор у односу на каматне стопе. Важно је истаћи и проблем кашњења утицаја промена каматне стопе на агрегатну тражњу у економији. Као разлози кашњења наводе се трошкови прилагођавања економских варијабли, као што су:

- а) залихе капитала и
- б) планирани издаци за потрошњу и индиректан ефекат дохотка на промене каматне стопе.¹⁰⁶

Једно од решења је да се у привреди са сложеном финансијском структуром, финансијски инструменти могу међусобно супституисати. Конкретно, не може се користити неки појединачни финансијски агрегат или каматна стопа, већ комбинација више варијабли. Овај став се подудара са давним приступом Џемса Тобина (J. B. Tobin, 1963), где би требало применити приступ таргетирања као комбинацију монетарних агрегата и каматне стопе, а све у циљу супериорније варијанте одговарајуће монетарне политике. Овај економиста истиче да је у сложеној тржишној привреди тешко издвојити неки финансијски агрегат или каматну стопу која би имала добру специфичну везу са реалним токовима привредне активности.¹⁰⁷

Треба напоменути да иако каматне стопе, у модерним економијама имају значајан утицај на редистрибуцији прихода између штедиша и

¹⁰⁶ Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 262.

¹⁰⁷ Видети детаљније: Tobin J. Brainard, 1963, "Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls", *American economic Review*, 53(2), p. 383-400.

дужника имају и скривене негативне ефекте на економију и друштво. Неодржива разлика између раста бруто домаћег производа (БДП) и просечних каматних стопа може довести до повећања задужености, социјалне неједнакости и економских рецесија. Каматне стопе, нарочито ако су више од стопе раста БДП, доводе до све већих трошкова камата, што оптерећује привреду и повећава број стечајева и незапослености. Сложена камата доводи до експоненцијалног раста штедње и дуга, што захтева континуирани економски раст који, због природних ограничења ресурса, није одржив дугорочно. Због тих разлога, неопходно је у будућности размотрити алтернативне монетарне инструменте који уз помоћ информационих технологија прате реалну размену добара и услуга. Овакав приступ би могао допринети стабилнијем монетарном и уопште економском систему и смањењу социјалних проблема који проистичу из тренутног система.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Bećirović, S., Plojović, Š. & Ujkanović, E. (2010) The impact of interest on the economy, International Scientific Conference "Financial crisis", Bratislava: Slovak Statistical and Demographical Society, pp. 34-45, доступно на линку https://www.researchgate.net/publication/263542772_THE_IMPACT_OF_INTEREST_ON_THE_ECONOMY

II ТРАНЗИЦИЈА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ РАЗВИЈЕНИХ ЕКОНОМИЈА

Генеза стратегије монетарне политике развијених економија представља релевантно истраживање везано за спровођење монетарне политике развијених економија. Отуда разумевање генезе стратегије монетарне политике обухвата искуства и правце различитих стратегија монетарне политике, некада и сад. Релевантна питања укључују практичне консеквенце примене монетарних таргетирања, насупрот политици инфлационог таргетирања у изабраним развијеним економијама. Разумевање таквих више глобалних стратегија монетарне политике код водећих развијених економија обухватиле су идеје и правце конципирања монетарних стратегија у будућности. Најрепрезентативнији део анализе је представљен преко практичних последица изабране монетарне политике ЕЦБ и ФЕД-а. Механизам трансмисије ЕУ и њен ефекат делује различитим интензитетом и брзином. Актуелна стратегија монетарне политике ЕМУ више се базира на правилима. Отуда ЕЦБ посебну пажњу придаје економској и монетарној анализи, али и пројекцијама будуће економске активности. Наше интересовање се није фокусирао само на стабилност цена као примарни циљ европске монетарне политике већ како се финансијска криза продубљавала и на финансијску стабилност. Посебна пажња кроз анализу је посвећена првој централној банци у свету ФЕД-у. То подразумева искуства, правце и поуке на основу досадашње монетарне стратегије ФЕД-а, главне инструменте монетарне политике, политике квантитативног попуштања и др. Посебан акценат је стављен на практично понашање, кроз одговоре ФЕД-а, у условима глобалне финансијске кризе.

7. Искуства и правци различитих стратегија монетарне политике развијених економија до данашњих дана

7.1. Монетарне стратегије развијених економија 80-их и 90-их година XX века

Централне банке већине индустријализованих економија су користиле политику монетарног таргетирања као одговор на убрзање инфлације, најављујући своје трајно опредељење да се контролише инфлација. Грифитс и Вуд (Griffiths and Wood 1981), монетарно таргетирање посматрају као усвајање квантитативних циљева за стопу раста понуде новца као основе монетарне политике, које је почело 1970-их година прошлог века у индустријализованим земљама. У том смислу, по овим економистима у терминологији монетарног циљања као крајњи циљ се поставља пожељна стопа инфлације. Овај режим је по први пут примењен од стране Бундесбанке Немачке (German Bundesbank), у 1974. години као одговор на убрзање инфлације, таргетирањем прво агрегата М1, а од 1978. године агрегата М3. Национална банка Швајцарске таргетира агрегат М1 од 1974. године. САД, Канада и Велика Британија су увеле режим монетарног таргетирања половином седамдесетих година. Систем Америчких Федералних Резерви су почеле да прате недељна кретања монетарног агрегата М1, 1975. године, са јавним објављивањем таргета монетарног раста. Канада је почела објављивати М1 агрегат 1975. године. Велика Британија је почела са објављивањем таргета М3, 1976. године.

Уопштено посматрано код ових економија монетарни таргет је углавном објављиван за сваку годину, било као јединствен или једноставно као низ кроз циљање монетарног раста. Али, након што је ова стратегија широко имплементирана седамдесетих година, већина централних банака развијених економија напустила је ову монетарну стратегију у осамдесетим годинама прошлог века. Велика Британија, на пример, доживела је неколико веома великих премашивања таргета, нпр. остварен је раст од 19% у односу на циљ од 7 до 11% 1980-81. године. Чак је и код Бундесбанке Немачке евидентирано да је пропустила своје монетарне циљеве у око 50% посматраног времена, када се монетарно таргетирање примењивало. То је било у складу са емпиријским налазима код развијених економија тог

времена да је тражња за новцем врло нестабилна категорија. Отуда се новчана маса код ових економија није сматрала као поуздан показатељ монетарних услова у кратком року, иако је постојан раст новчане масе увек формула против инфлације. Концепт монетарног таргетирања је напуштен у англосаксонским земљама почетком 1980-их: Канада је напустила монетарно циљање 1982, Аустралија 1985, Велика Британија 1987. године.

Генерално посматрано, од побројаних економија само је у Немачкој и Швајцарској монетарно таргетирање дало жељене резултате. Монетарно таргетирање у Немачкој и Швајцарској треба посматрати као метод саопштавања стратегије монетарне политике, фокусирајући се на дугорочне факторе и контролу инфлације. Кључни елементи монетарног планирања-таргетирања који је довео до његовог успеха у Немачкој и Швајцарској су флексибилност, транспарентност и одговорност, који су такође централни елементи у режиму инфлационог таргетирања. Код других развијених економија (САД, Канаде и Велике Британије) концепт монетарног планирања је доживео неуспех делимично зато што није искрено спровођен, а и због односа између монетарних агрегата и инфлације.

Када се посматра монетарна стратегија централних банака развијених економија у периоду током 80-их и 90-их година прошлог века, њен циљ је био остваривање монетарне стабилности мерене ниском стопом инфлације. Уосталом, кроз комбинацију теоријских анализа појединих теоретичара монетарне мисли која прати практична искуства, сачинили смо анализу стратегија монетарне политике које су биле присутне код развијених економија у последње две деценије 20. века.

Постојећа литература у овој области показује да су се током 90-их година прошлог века Нови Зеланд (1990), затим Канада (1991), Велика Британија (1992), Шведска и Финска (1993), Аустралија и Шпанија (1994), пребациле на политику циљане инфлације као одабрани режим монетарне политике. Швајцарска национална банка је децембра 1999. године усвојила концепт циљања инфлације, а напустила режим монетарног таргетирања.

У општем смислу, под стратегијом циљане инфлације централна банка ће одредити циљ за стопу инфлације (обично низак), а затим ће подесити прилив новца када стварна инфлација одступа од циља (Mankiw, 2000). Манкив показује да су у свим земљама које су усвојиле инфлационо таргетирање централне банке оставиле извесну дозу дискреције кроз спровођење монетарне стратегије. Исти аутор истиче да је централној банци понекад дозвољено да своје циљеве за инфлацију, макар привремено, изостави и/или постави другачије, ако је у питању неки егзогени догађај (као што је нпр. појава шока), тако што ће да форсира

инфлацију изван опсега који је претходно најављен. Манкив објашњава и да постављање циљане инфлације има политичку предност коју је лако објаснити јавности. То је зато што када централна банка најављује циљане инфлације, јавност може лакше да процени да ли централна банка испуњава тај циљ. Стога повећавање транспарентности монетарне политике на тај начин чини гувернере централних банака одговорнијим за своје поступке.

Најважнији недостатак концепта инфлационог таргетирања који познати монетариста Фредерик Мишкин наводи на основу искуства економија које су га примењивале представљен је на следећи начин: “због неизвесног ефекта монетарне политике на инфлацију, монетарне власти не могу лако да контролишу инфлацију”. Још једна негативна страна концепта циљања инфлације је веома дуго кашњење утицаја монетарне политике на инфлацију (више од две године у високоиндустријализованим економијама). Дакле, у том случају мора да прође много времена пре него што земља може да процени успех монетарне политике у остваривању циљане стопе инфлације. Таргетирање инфлације захтева само две ствари: циљање и поверење. Циљање је једноставнији део. Најтежи део је придобијање поверења економских актера у привреди да ће централна банка учинити све што је неопходно за остваривање циља у средњем року или, представљено кроз формулу:

Таргетирање инфлације = таргет + поверење

Неколико других извора из области монетарне стратегије и политике показује да је најважнији интерес централне банке развијених економија у последњој деценији 20. века била жеља за стабилношћу цена. Један од главних разлога за то је кључни принцип монетарне политике циљања инфлације, а то је стабилност цена. То је и средство за постизање циља: да промовише одрживи економски раст (Mishkin and Posen, 1997). Мишкин и Посен су тврдили да стабилност цена захтева да монетарна политика буде оријентисана ка хоризонту његовог непосредног утицаја на инфлацију и привреду. Такође је важно напоменути да је отворена дебата да ли је инфлационо таргетирање правило или не. И заиста, Свенсон (Svensson) сматра таргетирање инфлације као правило монетарне политике. По овом економисти у пракси никада не треба то извести као строго циљање инфлације, већ увек као флексибилно циљање инфлације. Отуда циљ централне банке не треба да буде само стабилизовање инфлације око циљане стопе инфлације, већ треба стављати акценат на стабилизацију реалне економије. Флексибилно циљање инфлације, а тиме и постепени приступ монетарној политици, је концептуално оправдано углавном због неизвесности у вези са: а) деловањем и тренутним стањем у

привреди, б) трансмисионим механизмом и политичким параметрима и в) природом спољних шокова. Међутим, други економисти Бернанке, Мишкин и Кинг показују да циљање инфлације у пракси није правило, али је оквир за монетарну политику. То је зато што технички инфлационо таргетирање не даје једноставне и механичке одговоре за оперативне циљеве централне банке.

Може се закључити да се монетарно таргетирање значајно разликовало од циљања инфлације, иако су оба оквира кроз монетарну политику имала исти крајњи циљ, а то је стабилност цена. Током времена концепт инфлационог таргетирања се показао као врло флексибилан оквир који је био отпоран на променљиве околности, укључујући и глобалне финансијске кризе. Литература из монетарне области до данашњих дана сугерише инфлационо таргетирање. Инфлационо таргетирање је било фаворизовано као оквир за монетарну политику у било којој земљи. Данас централне банке многих земаља практикују таргетирање инфлације, али дозвољавају себи дискрецију у спровођењу овакве стратегије монетарне политике. Централне банке би стога имале више дискреционо право ако би постојали циклични падови у привреди. Да парафразирамо Черчила, циљање инфлације је најгори од свих режима монетарне политике, осим свих осталих. Овим речима је дато право место и значај концепту инфлационог таргетирања које примењује већина централних банака у свету данас.

7.2. Примена монетарних таргета насупрот политици таргетирања инфлације

Током већег дела 1970-их година, Америчке Федералне Резерве (Фед) дозвољавају брзу кредитну експанзију у складу са жељом владе у борби против незапослености и актуелним концептом монетарног таргетирања. Крајем 70-их година прошлог века су Федералне резерве САД, као резултат повећане забринутост за инфлацију преко FOMC-а, изабрале недељно праћење таргета M1, чиме се мења курс монетарне политике који је до тада важио преко таргетирања каматне стопе. Међутим, у пракси су стварне стопе монетарног раста углавном надмашивале циљане. Инфлација у САД је пала, али тек након што су Сједињене Америчке Државе доживеле рецесију 1981-82. године која је резултирала изразитом незапосленошћу и негативном стопом раста БДП-а, најтежом до тада, (Табела 4).

Табела 4. Реални раст БДП, инфлације и стопе незапослености САД у периоду 1979-1984. године

Година	Реални раст бруто домаћег производа	Инфлација	Стопа незапослености
1979.	2,5%	11,3%	5,9%
1980.	-0,5%	13,5%	7,2%
1981.	1,8%	10,3%	7,6%
1982.	-2,2%	6,2%	9,7%
1983.	3,9%	3,2%	9,6%
1984.	6,2%	4,3%	7,5%

Извор: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis and U.S. Department of Commerce and Bureau of Labor Statistics, доступно на адреси сајта <http://www.huppi.com/kanqaroo/6Economy.html>, доступно дана 08.06.2013.

Као одговор ФЕД-а на неповољна кретања макроекономских индикатора, монетарна институција дозвољава да се повећа новчана маса изнад њеног циља. Ова монетарна стратегија у САД је формално напуштена октобра 1982. године. Тада је дошло до значајног раста новчане масе, и то 1982. године за М1 8,7%, а 1983. године за М2 10,2%, (Табела 5). Уопштено посматрано, циљање монетарних агрегата није било први приоритет Феда, већ се акценат стављао на смањивање инфлације и незапослености, првенствено преко кретања каматне стопе. Истина, стопа инфлације је пала са 13,5% 1980. године на 3,2% 1983. године, (Табела 4). И стопа незапослености САД има тенденцију пада са 10,8% новембра 1982. године на 7,5% децембра 1984. године, (Табела 4).

Постоје мишљења да се Фед или конкретно Пол Вокер, председник Федералних резерви САД, преко преузимања концепта монетарног таргетирања кроз успоравање стопе раста новчане масе заправо бранио од оптужби због тада актуелних високих каматних стопа. Ове тврдње су поткрепљене доказима јер су каматне стопе крајем 1979. године биле око 5%, да би до јуна 1982. године достигле ниво од 21,5% уз незапосленост која је порасла на скоро 10%. Овај период је у САД назван и по председнику САД, тзв. Реганова рецесија.

Табела 5. Таргетирани распон за М1, М2 и М3 и стварна стопа раста у САД 1981-1983. године

Година	Монетарни агрегат	Таргетирани распон	Стварна стопа раста
1981.	М1	3,5-6,0	2,5
	М2	6,0-9,0	9,3
	М3	6,5-9,5	12,3
1982.	М1	2,5-5,5	8,7
	М2	6,0-9,0	9,1
	М3	6,5-9,5	9,9
1983.	М1	4,0- 8,0	10,2
	М2	7,0-10,0	12,1
	М3	6,5-9,5	9,8

Извор: Cargili F. Thomas (1988), *The transition finance in Japan and the United States*, Hoover Institution, Stanford University, p. 139

Током 70-их година су и друге развијене економије одабрале концепт монетарног таргетирања, међу којима и Јапан који је 1974. године имао инфлацију која је прелазила 20%, што је била највиша стопа до тада у послератној јапанској историји, након хаотичне хиперинфлације након Другог светског рата. Наиме, ублажавање монетарне политике у Јапану је 1971-72. године отишло предалеко кроз превише стимулуса привреде и затезање монетарне политике у 1973. години, што је било прекасно. Инфлација мерена индексом цена била је већ изнад 10% у време избијања рата на Блиском истоку. Због све израженијих проблема са инфлацијом 1978. године, централна Банка Јапана (БОЈ) почела је квартално да објављује “пројекцију” (мету) монетарне стопе раста (М2+CDs). Тачније, јапанска централна банка (БОЈ) је доста имитирала монетарну политику Америчких Федералних Резерви (Фед). Истина, постојале су неке разлике у техничким детаљима монетарног планирања поменутих централних банака. Прво, Банка Јапана је као циљ имала М2 + депозитне сертификате, док је Фед имао као циљ само М1. Банка Јапана је веровала да је М1 нестабилна категорија по природи, тако да је тешко да циљате М1. Друго, америчке Федералне резерве су најављивале новчану масу недељно, док је јапанска монетарна најава долазила само једном месечно. Банка Јапана је тврдила да недељна најава циљања новчане масе може изазвати нервозне реакције на финансијском тржишту. Треће, Банка Јапана је објављивала своју статистику у четири квартала (годишње). И четврто, једном изабрана мета новчане масе најављена од стране централне банке САД важи око годину дана, док је прогноза коју је објављивала Банка Јапана

била сваког квартала.¹⁰⁹ Ипак, стоји констатација да је у периоду 1978-1988. године Јапан имао боље резултате у спровођењу монетарне политике циљања монетарног раста у односу на САД једноставно зато што је имао мање осцилације. Све ово је за последицу имало позитивније макроекономске индикаторе исказане преко мање стопе инфлације и мању варијабилност реалне производње, (Табела 6).

Табела 6. Пројектовани и остварени монетарни таргет (M2+ЦД) у Јапану 1978-1988. године

Година	Пројектовани монетарни таргет M2+ЦД (%)				Остварени монетарни таргет M2+ЦД (%)			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1978.	-	-	11,75	12,5	-	-	12,1	12,2
1979.	12,5	12,5	12,0	11,0	12,3	12,1	11,7	11,2
1980.	10,0	10,5	9,75	8,0	10,6	10,1	8,4	7,8
1981.	7,0	7,5	9,5	10,5	7,6	7,9	9,6	10,6
1982.	11,0	10,0	9,0	8,0	10,6	9,2	9,0	8,1
1983.	7,5	7,5	7,0	7,0	7,6	7,6	7,1	7,2
1984.	7,5	8,0	8,0	8,0	7,9	7,6	7,8	7,9
1985.	8,0	8,0	8,0	8,5	7,9	8,3	8,3	9,0
1986.	9,0	8,75	8,5	8,5	9,0	8,5	8,8	8,3
1987.	8,0	9,0	10,0	11,5	8,8	10,0	10,8	11,8
1988.	12,0	12,0	10,5	10,5	12,1	11,3	10,9	-

Извор: Видети исто: Ђуровић Тодоровић Јадранка, Марина Ђорђевић, Монетарна стратегија, Економски факултет, Ниш, стр. 86

Канада је пример за развијену економију у којој експеримент монетарног таргетирања није био нарочито успешан. Ова економија је почела са применом концепта монетарног таргетирања средином 1975. године, што је била реакција на високу инфлацију од 10,8% те исте године. У Канади је новац претерано растао у раним 70-им годинама и самим тим је узрок тадашње високе инфлације. Централна Банка Канаде се одлучила

¹⁰⁹ Детаљније о томе видети: Takatoshi Ito (February 2010), "Great Inflation and Central Bank Independence in Japan", NBER Working Paper No. 15726, National Bureau of economic research, Massachusetts, Cambridge, p. 1-47.

да циља раст M1, са почетним успехом у сузбијању инфлације, али је већ у периоду 1979-1982. године инфлација наставила да расте (1979-10,4%, 1980-10,6 и 1981-10,0%), упркос томе што је циљ везан за монетарни агрегат постигнут¹¹⁰, (Табела 7). Ипак је стратегија таргетирања монетарних агрегата у Канади суспендована 1982. године.

Табела 7. Таргетирани и остварени раст M1 у Канади у периоду 1975-1981. године

Период	Таргетирани распон (у %)	Стварна стопа раста (у %)
1975. Q2 до марта 1976.	10-15%	11,0%
Март 1976. до 1977. Q2	8-12%	7,8%
Јун 1977. јуна 1978.	7-11%	9,2%
Јун 1978. до 1979. Q2	6-10%	8,0%
1979. Q2 до септ. 1980.	5-9%	6,2%
Септ 1980. до дец. 1981.	4-8%	1,3%

Извор: Sellon H. Gordon (april 1982), *Monetary targets and inflation: The Canadian Experience*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 18

Уколико сагледамо позицију вођења монетарне политике у ери примене монетарног таргетирања у Великој Британији, треба рећи да је овој политици претходио крај периода кејнзијанског финог подешавања монетарне политике. Ова ситуација је натерала Владу Велике Британије на оштре резове у јавној потрошњи-највеће у односу на било коју владу у послератном периоду. Насупрот томе, Банка Енглеске је између 1976. и 1985. године спроводила политику контроле прилива новца кроз политику таргетираног оквира новчане масе. Неформално таргетирање је у Великој Британији почело крајем 1973. године, док је формална примена почела јула 1976. године. Мета за новчану масу је била M3, која је представљена као одговор на кризу девизног курса из исте године и контролу инфлације ради стабилизације економије (инфлација је порасла изнад 26% 1975. године). Циљање новчане масе није текло без проблема зато што није било могуће у исто време контролисати прилив новца и стабилизovati курс. У периоду 1976-1987. године у Великој Британији су врло често монетарни агрегати премашивали своје циљеве. Инфлација је убрзавала свој раст, па се до 1980. године Британија суочила са стопом инфлације од 21%, тако да

¹¹⁰ Детаљније о томе видети: Sellon H. Gordon (april 1982), *"Monetary targets and inflation: The Canadian Experience"*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 17.

је било тешко одржати стопу монетарног раста у оквиру таргета од 7-11% уз каматну стопу која је износила 17% крајем те године.

Као и у САД перцепција инфлационе кризе довела је до промена у монетарној стратегији Велике Британије. У раним 80-тим годинама 20 века средњорочна финансијска стратегија у Великој Британији је била предвидела постепено успоравање раста МЗ. Британска монетарна стратегија је наишла на технички проблем као и друге две економије кроз однос између циљаног скупа новчане масе првенствено МЗ и номиналног прихода, који је временом постао веома нестабилан. Услед тога Банка Енглеске је декомпоновала своју монетарну стратегију преусмеравајући циљање са МЗ агрегата на ужи агрегат М0 (монетарна база). Циљана МЗ је привремено била суспендована у октобру 1985. године, а дефинитивно 1987. године. Од 1987-1990. године раст М0 је био изузетно висок, јер су власти хтеле да зауставе апресијацију фунте. Тиме је овај концепт дефинитивно напуштен у Великој Британији.

Генерално узев концепт монетарног таргетирања у САД, Канади и Великој Британији су пратила:

- а) неозбиљна приступања овом концепту израженог првенствено кроз премашивања мета;
- б) нередовног најављивања мета и њиховог распореда;
- в) често прерађивање циљаних мета или њихово напуштање;
- г) нестабилност односа између монетарних агрегата и циљаних варијабли и др.

Евидентно је да су многе земље експериментисале са више од једног агрегата у потрази за поузданим односом, а већина изузев Немачке и Швајцарске, на крају су напуштале своје мете. Све ово је умањивало шансу за успех концепта монетарног таргетирања. Тиме је овај концепт дефинитивно суспендован у овим економијама.

За разлику од економија код којих концепт циљања монетарног раста није био нарочито успешан, имамо пример успешне примене режима монетарног таргетирања МЗ. Реч је о Бундесбанци Немачке која је овај режим примењивала у периоду од 1974. до 1983. године. Први пут је немачка Бундесбанка објавила свој таргет крајем 1974. године са констатацијом да она није користила Фридманово правило константне стопе монетарног раста.

Бундесбанка Немачке је дозволила премашивање таргета за прве две до три године од постављеног циљања мете новчаног раста уз истовремено истицање средњорочног циља за инфлацију од 4%. Овим чином је успостављена одлична комуникација са јавношћу, која је рад

Немачке Бундесбанке чинила транспарентним и одговорним. Захваљујући томе инфлација у Немачкој сведена је на 1,5-2%.

Оно што посебно издвајамо ако сагледамо резултате просечног одступања новчаних агрегата од таргетне средње тачке у доле наведеним економијама, намеће се закључак да су најмање просечно одступање у посматраном периоду имале Канада, Немачка и САД, са монетарним таргетима нешто бољим код М2 у односу на М3. Највеће апсолутно одступање од таргетне средње тачке има Велика Британија (2,7%), нешто боље Аустралија (2,6%), Швајцарска (2,6%), а најмање Канада са 1,3% и Немачка са 1,8%. Међутим, кад је реч о пропорцији циљног опсега у годинама примене највећи циљни опсег има Канада 71,4%, потом следе остале развијене економије. У просеку, монетарни раст је одступао од средишта циља за око 2%. У том погледу, две земље су најозбиљније циљале монетарне агрегате и то Немачка и Швајцарска, које су боље од осталих, (Табела 8).

Табела 8. Монетарни таргети и пројекције

Земља	Период	Просечно апсолутно одступање од таргетне средње тачке	Пропорција циљног опсега у годинама примене (%)
Аустралија	1977-1985. М3	2,6%	33,3
САД	1975-1996. М2	1,5%	63,6
САД	1975-1996. М3	1,8%	40,9
Канада	1976-1982. М1	1,3%	71,4
Велика Британија	1976-1996. М3 (1975-1983) и М0 (1984-1996)	2,7%	52,4
Немачка	1975-1996. Central Bank Money (1975-1987), М3 (1988-1996)	1,8%	54,5
Швајцарска	1975-1996	2,6%	47,6

Извор: *Malcolm, Edey (1997), The Debate on Alternatives for Monetary Policy in Australia, Sidney, p. 52*

Ако посматрамо оба концепта монетарне политике примарни циљ и једног и другог је стабилност цена изражена кроз остварену просечну годишњу стопу инфлације. Ако то размотримо највећи успех код примене концепта монетарног таргетирања у периоду 1976-1980. године има Немачка и Швајцарска са оствареном просечном инфлацијом од 3,1%. САД и Јапан у том периоду имају просек инфлације од 7,8%. У истом периоду убедљиво најлошије резултате у погледу остваривања просечне инфлације

има Уједињено Краљевство и Канада са оствереним просеком од 11,3%. У периоду 1981-1985. године код примене концепта монетарног таргетирања у остваривању просечне инфлације најбоље резултате имају Немачка и Швајцарска, док и даље лоше резултате имају Уједињено Краљевство и Канада. И задњи период код примене концепта монетарног таргетирања у погледу остваривања инфлације најбоље резултате имају Немачка и Швајцарска са просеком од 4,1%, а најлошије резултате Уједињено Краљевство и Канада са оствареним просеком од 6,1%. Боље резултате имају Канада и САД са просеком од 2,7%. Општа карактеристика код посматраних економија у периоду 1976-1990. године је силазни тренд за инфлацију.

Насупрот овоме код примене концепта инфлационог таргетирања (експлицитног и имплицитног типа) у периоду 1991-1996. године најбоље резултате имају САД и Јапан, са оствареним просеком инфлације од 2,2%. Затим следе Уједињено Краљевство, Канада и Аустралија са оствареним просеком инфлације од 2,6%. Насупрот њима најлошије резултате у погледу остваривања просечне годишње стопе инфлације у истом периоду имају Немачка и Швајцарска са просеком од 3,0%, (Табела 9).

Табела 9. Просечна годишња стопа инфлације у појединим економијама

Држава /економија	Просечна годишња стопа			
	Концепт монетарног таргетирања			Концепт ИТ (експлицитан и имплицитан облик)
	1976-1980.	1981-1985.	1986-1990.	1991-1996.
Канада	8,8%	7,5%	4,5%	2,1%
Уједињено Краљевство	14,4%	7,2%	5,9%	3,2%
Аустралија	10,6%	8,3%	7,9%	2,5%
Просек	11,3%	7,6%	6,1%	2,6%
САД	6,7%	5,5%	4,0	3,1%
Јапан	6,7%	2,8%	1,4%	1,2%
Просек	7,8%	4,2%	2,7%	2,2%
Швајцарска	2,3%	4,3%	2,5%	2,8%
Немачка	4,0%	3,9%	1,4%	3,2%
Просек	3,1%	4,1%	1,95	3,0%

Извор: Dotsey, Michael (2006), *A Review of Inflation Targeting in Developed Countries*, Business Review, Federal reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p.4., *улиу* доступно на адреси сајта www.philadelphiafed.org, дана 13.02.2012.

Из теоријског угла Бен Бернанке и др. (Bernanke и др., 1999) дефинишу “циљање инфлације” у смислу његових битних карактеристика:

јавног оглашавања званичних квантитативних циљева (или циљних распона) за стопу инфлације током одређеног временског хоризонта. По овом монетаристи ово подразумева експлицитно признање да је примарни циљ монетарне стратегије циљања инфлације:

- а) ниска и стабилна инфлација;
- б) енергично настојање да централне банке комуницирају са јавношћу о својим циљевима и плановима за остваривање тих циљева и
- в) механизме да ојачају одговорност централне банке за постизање тих циљева.

Насупрот њима како је Фредерик Мишкин објаснио (Mishkin, 2000), монетарно планирање-таргетирање подразумева ослањање на информације од монетарних агрегата како би се спровела монетарна политика. У том циљу преко објављивања циљева монетарних агрегата постојали су механизми монетарне политике као одговор да се спрече значајна одступања од монетарних циљева. Због ових околности циљање инфлације централне банке генерално се сматра више транспарентним и независним од другог режима монетарне политике због последње две карактеристике режима циљане инфлације. Сам Марвин Кинг (King, 2005), некадашњи гувернер централне банке Енглеске, тврди да је циљање инфлације оквир за израду, где је комуникациона стратегија кључни предуслов концепта циљане инфлације.¹¹¹

Са практичног аспекта дешавања у анализираним економијама упорни неуспеси код достизања монетарних таргета исказани кроз упорну нестабилност у односу између монетарног раста и инфлације, су условили да овај концепт виртуелног монетарног планирања у већини индустријализованих економија буде напуштен. Конкретна примена концепта инфлационог таргетирања, преко увођења инфлационог таргетирања је уследила као резултат неуспеха претходне монетарне политике 90-тих година прошлог века.

Као последица неуспеха односа новчане масе и инфлације, монетарне власти у многим развијеним економијама реконструисале су свој приступ монетарној политици током 1990-их година уводећи режиме који циљају директно стопу инфлације-или, слично, режими који стављају велики нагласак експлицитно и имплицитно на инфлацију. Дакле, иако се

¹¹¹ Hammond Gill (february 2012), *"State of the art of inflation targeting"*, Centre for Central banking studies CCBS Handbook, NO 29, Bank of England, London, p. 16.

пракса монетарне политике донекле разликује од земље до земље у развијеним економијама, све оне су имале снажан фокус на одржавање ниске и стабилне инфлације.

Прва земља која је формално увела концепт циљане стопе инфлације (ИТ) је Нови Зеланд 1990. године, затим убрзо Канада 1991. године, Велика Британија 1992. године, Шведска, Финска и Аустралија 1993. године, као и низ других. Конкретно, Велика Британија, Шведска и Финска су усвоиле концепт инфлационог таргетирања након пропасти њихових фиксних девизних курсева, док су Канада, Нови Зеланд и Аустралија након периода дискреционе монетарне политике (без јасног оквира монетарне политике), саме напустиле монетарне циљеве. Овај монетарни приступ је обезбеђивао, у великом броју земаља, оквир за политику која је била успешна у смањивању инфлације, (Табела 10).

Табела 10. Економије са концептом инфлационог таргетирања

Економија/ држава	Индекс цена	Датум увођења	Стопа инфлације са датумом увођења	Инфлационо таргетирање
Канада	CPI	Фебруар 1991.	6,2%	1-3% од 1995.
Уједињено Краљевство	CPI	Октобар 1992.	4,2%	2,5% или мање
Финска	CPI	Почетком 1993.	2,6%	2% од 1995
Шведска	CPI	Почетком 1993.	4,8%	2±1% од 1995
Аустралија	CPI	1993.	1,8%	Просек од 2-3%

Извор: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, доступно дана 03.04.2014.

Свенсон, гувернер шведске централне банке, често је истицао да таргетирање инфлације не само да смањује варијабилност инфлације, већ смањује и варијансу раста или пада производње. По овом економисти, концепт инфлационог таргетирања генерише стабилније номиналне вредности и подстиче веће реалне стопе раста преко побољшане инвестиционе климе. Уосталом, то показују и стопе инфлације водећих економија у свету, што је главни аргумент за подржавање овог концепта монетарне политике преко концепта потрошачких цена (CPI). Индекс потрошачких цена (CPI) је знатно бољи у периоду примене концепта инфлационог таргетирања (1996-2011), него у периоду примене концепта

монетарног таргетирања (1985-1995). Најбоље резултате кроз индекс потрошачких цена (CPI) у периоду примене и монетарног и инфлационог таргетирања (1985-2011), показује Јапан и Немачка, затим следе Канада и на крају САД, (Табела 11).

Табела 11. Индекс потрошачких цена у развијеним економијама

Економија	Период 1985-1995.
Уједињено Краљевство	4,4%
САД	3,5%
Немачка	2,5%
Канада	3,4%
Период 1996-2011.	
Јапан	-0,1%
Уједињено Краљевство	2,5%
Немачка	1,5%
Канада	2,0
САД	2,5%
Збирни период 1985-2011.	
Јапан	0,5%
САД	2,9%
Немачка	1,9%
Уједињено Краљевство	3,0%
Канада	2,6%

Извор: Takehiro Sato (february 6, 2013) *Recent Developments in Economic Activity, Prices, and Monetary Policy, Speech at a Meeting with Business Leaders in Gunma, Bank of Japan, Tokio, p. 22*

И најновији концепт циљане инфлације и остварени десетогодишњи просек у развијеним економијама које су имале експлицитан и имплицитан облик инфлационог таргетирања то непобитно доказује, табела 12.

Табела 12. Експлицитан и имплицитан облик циљане инфлације 2013. године и остварени десетогодишњи просек инфлације у одабраним развијеним економијама

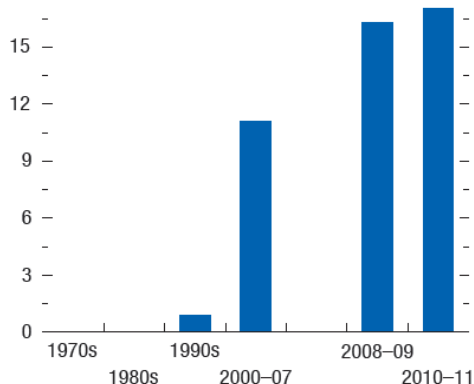
Економија (држава)	Циљана инфлација 2013.	Десетогодишњи просек инфлације 2002-2012.
Експлицитан облик ИТ		
Уједињено Краљевство	2%	2,1%
Канада	2%	1,8%
Аустралија	2-3%	2,7%
Имплицитан облик ИТ		
Јапан	2%	-0,1%
САД	2%	2,1%

Извор: *Monetary policy, Reserve bank of Australia*, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://www.rba.gov.au/education/monetary-policy.html>, доступно дана 06.06.2013.

Према једном истраживању 27 економија у свету крајем 2011. године имало је режиме циљане инфлације, од којих су 9 квалификоване као индустријализоване и земље у развоју, као и 18 које имају пуноправни режим циљане инфлације, (слика 7).¹¹² САД нису на овој листи, али су Америчке Федералне Резерве прихватиле већину кључних карактеристика флексибилног циљања инфлације: обавезу да промовишу ниску и стабилну инфлацију на дуги рок, која укључује предвидиву, јасну, транспарентну и комуникативну монетарну политику. Све ово сугерише да ће неки облик циљања инфлације вероватно остати језгро Федове монетарне политике на неодређено време у даљој перспективи. Уосталом, трендови раста примене концепта циљање инфлације су у сталној експанзији у развијеним економијама, што јасно приказује слика 8 у временском периоду од 1990-2011. године.

¹¹² Esteban Pérez, Caldentey and Vernengo Matías (may 2013), "Is inflation targeting Operative in an Open Economy Setting?", Political Economy Research Institute, Working paper series number 324, University Massachusetts Amherst, p. 2.

Слика 7. Трендови концепта циљане инфлације у тржишним привредама и привредама у развоју у периоду 1990-2011. године



Извор: *World Economic and financial Surveys (october 2012), World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth* International monetary fund, Washington, стр. 146 или доступно на адресу сајта publications@imf.org или www.infbookstore.org или www.elibrary.inf.org, доступно дана 05.06.2013.

До периода најновије глобалне финансијске кризе постигнут је консензус од стране монетариста широм света да је оптимална стопа инфлације око 2%. Централне банке развијених економија су током посматраног периода биле углавном близу тог циља. Међутим, актуелна финансијска криза која је задесила свет после 2007. године је оспорила уско дефинисање циљања инфлације. Стога концепт циљане стопе инфлације треба преформулисати кроз флексибилно инфлационо таргетирање које требамо користити сразмерно околностима у привреди.

7.3. Куда иде стратегија монетарне политике у развијеним економијама

Бернанке и Френкел (Bernanke, 2003, Frankel, 2012) су истицали да је циљање инфлације био златни стандард монетарне политике већине развијених економија све до почетка глобалне кризе 2007. године. Лекције из последње финансијске кризе не могу и не треба да нас воде даље од ценовне стабилности као примарног циља монетарне политике. Ипак, водећи економисти који нам долазе из праксе и теорије у другој деценији 21. века тврде да би циљање инфлације требало да буде прерађено, а не замењено. Заиста, финансијска криза која је иза нас је вероватно неуспех надзора, а не примењене монетарне политике инфлационог таргетирања. Отуда све централне банке водећих развијених економија треба да усвоје тзв. политику циљања инфлације којом ће се флексибилно управљати.

Дакле, донекле измењен концепт инфлационог таргетирања данас је ту да би остао.

Марк Карни (Mark Carney), гувернер Банке Енглеске (некада и гувернер Банке Канаде), изузетно се залагао за промене актуелног режима монетарне политике. Он заступа став да концепт циљања инфлације делује онда када су економски услови бенигни. На основу досадашњег практичног искуства сматра да је концепт циљања инфлације и даље најбољи приступ за централне банке у Великој Британији и Канади. Поменуто земље треба да имају исти оквир монетарне политике преко флексибилног таргетирања инфлације од око 2%. Овај економиста истиче да би централне банке у одређеним околностима можда требало да примене привремено циљање номиналног БДП-а уместо планирања инфлације. По првом човеку Банке Енглеске ово би могло да буде око 5%. То би заправо требало да буде годишњи просек током низа година. Карнеј је указао да овакав, комбиновани концепт монетарне политике једноставно омогућава да инфлација на дуже време остане изнад прогнозираног циља. Годишњи раст трошкова живота је имао тенденцију да буде већи у последњих неколико година у Енглеској, захваљујући расту светских цена примарних производа, већем ПДВ-у и депресијацији фунте. Претпоставка је да ће, ако је инфлација под контролом, привреда имати нешто попут дугорочног тренда стопе раста, што је у региону 2-2,5%. Ако овом расту од 2,5% додамо инфлацију од 2%, онда би номинални БДП требало да порасте за, рецимо, 4,5% годишње. Поставља се питање да ли је то реално у околностима у којима се данас налази привреда Велике Британије.

Треба истаћи да је централна Банка Енглеске за последњих осам година доследно премашивала циљане стопе инфлације од 2% које је имала у дужем периоду. Инфлација ће највероватније остати изнад циља у наредне две године. Због тога је Банка Енглеске већ заузела “флексибилан приступ” циљаној стопи инфлације. Гувернер Банке Енглеске Марк Карнеј истиче да у одређеним околностима креатори монетарне политике можда морају да одустану од циљања инфлације и прихвате циљање номиналног БДП-а. Исто тако истиче да се ово мора прихватити искључиво као алтернатива. Адам Позен, актуелни директор Института за међународну економију “Петерсон”, тврди да се концептом гувернера Карнеја, али и званичника централне Банке Канаде, не предлаже радикалан раскид са концептом циљане инфлације од 2%, јер се дозвољавају привремене девијације у прилог привредном расту. Карнејев став је да понекад треба пустити да инфлација буде изнад циља, али не дуже него што је уобичајено. Овај економиста такође упозорава на ризике по кредитилитет ако инфлација оде предалеко или се пак томе прибегава пречесто.

Некадашњи банкар Голдман Сакс (Goldman Sachs) истиче Канаду као земљу у којој централна банка и влада сваких пет година разматрају оквир за циљање инфлације. Пре него што је крајем 2011. године обновила циљање инфлације од 2%, канадска централна банка је спровела истраживање о могућности циљања ниже стопе инфлације, о преласку на таргетирање нивоа цена и о финансијској стабилности као циљу монетарне политике. Ипак, она се определила против било које од наведених могућности и остала верна концепту циљања инфлације.

Нови аспект монетарне политике Аустралије, прожет кроз концепт циљања инфлације, бива примењен још 1993. године. Берни Фрејзер, бивши гувернер централне банке Аустралије, од почетка увођења овог режима се залагао за флексибилнији приступ концепту циљања инфлације. Његове речи су заправо одраз актуелне монетарне политике централне банке Аустралије данас. Он истиче да стопа инфлације може бити одржана у просеку од 2% до 3% током периода од неколико година, што је добар исход. У стварности је годишња инфлација у другом кварталу 2013. године била 1,2%, што је знатно испод циљног опсега централне банке Аустралије (RBA) од 2% до 3%. Циљ од 2-3% у Аустралији служи као “сидро” за инфлаторна очекивања и има фундаменталну улогу у спровођењу оквира монетарне политике Аустралије. Исто тако нема сумње да иновације у режиму циљања инфлације треба да буду тенденција монетарне политике Аустралије и то преко непотребне инфлације, истинског економског раста и ниже незапослености.

За разлику од раније поменутих развијених привреда, економије Јапана, САД и др. од 1979. године имају имплицитан облик инфлационог таргетирања. Ако се посматра Јапан у најновијем периоду, ову “промену” режима монетарне политике почетком 2013. године њихова економија посматра као акцију јапанске централне банке (BOJ) којом треба да подигне праг своје циљање инфлације са 1% на 2%, којом ће се управљати врло флексибилно у наредном периоду (нова циљана инфлација у Јапану уведена је 22. јануара 2013. године). Овај концепт монетарне политике Јапана је укључивао постизање стабилности цена на одрживој основи, а не само циљање инфлације. Прогнозе јапанске централне банке (BOJ) је да ће базна инфлација потрошачких цена достићи ниво од 1,4% у 2014-2015. години. У региону Азије Јапан се у последње две деценије заправо борио против дефлације, а не инфлације, односно пада цена. Овакав концепт имплицитног таргетирања инфлације у Јапану отвара пролаз ка смелом ублажавању монетарне политике у овој економији. Ово конкретно значи да, преко повећања понуде новца у циљу повећања монетарне базе да би инфлација била већа, Јапан треба да прибегне масовном штампању новца, што је можда још један изазов за ММФ. Јапански економисти и

аналитичари сматрају да поменути нови циљеви неће бити тешко достижни у наредном периоду. На основу искуства Јапана може се закључити да је потребно око девет месеци до годину дана пре него што промене у монетарној политици почну да утичу на економију.

Табела 13. Експлицитни и имплицитни облик инфлационог таргетирања у водећим развијеним економијама у 2013. години

Економија/ датум у свајања ИТ	Циљ постављен	Таргет 2013.	Годишња инфлација	Циљни хоризонт	Циљ мера
Експлицитан облик ИТ					
Уједињено Краљевство/ октобар 1992.	Владе	2%	2,8%	-У свим временима -циљна тачка је обично дугорочни циљ	НСРП
Канада/ фебруар 1991.	Владе и централне банке	2% (опсег 1-3%)	1,0%	Тренутни циљ проширен на шест до осам квартала; од 1-3% до 2016. године	НСРП
Аустралија/ 31. март 1993.	Владе и центране банке	2-3%	1,2%	Средњорочни али и дугорочни циљ, што оставља простора за флексибилност (за инфлацију испод или изнад мете)	НСРП
Имплицитан облик ИТ					
Јапан/ 2013.	Владе и централне банке	2%	0,5%	Циљ постављен до марта 2016. године (Раније није било време- нског оквира за њихово постизање.)	НСРП
САД/ 2012.	Централне банке	2%	1,3%	Дуже покренут	-Више покренутих циљева -Лична потрошња расходи индекс цена (РСЕРП)

Извор: Видети исто: Takehiro Sato (Bank of Japan Member of the Policy Board) "Recent Developments in Economic Activity, Prices, and Monetary Policy" Speech at a Meeting with Business Leaders in Gunma, February 6, 2013., Bank of England и остали websites централних банака

Америчке Федералне Резерве су, као централна банка најјаче економије у свету, имале мандат да се од 1970. године баве пуном запослености али и ниском инфлацијом. У пракси је инфлација заправо увек била на првом месту. Међутим, почетком фебруара 2013. године смо

имали пут ка остварењу двојних циљева Америчких Федералних Резерви, који је омогућио да се инфлација привремено удаљи од циља од 2% (сада је 1,3%). Тачније, Федералне резерве САД су спремне да привремено наставе остварење једног циља на рачун другог, ако то околности захтевају. Економиста Голдман Сакс (Goldman Sachs) наводи да би циљање номиналног БДП-а до 2016. године резултирало стопом инфлације која је близу нуле, што је годину дана дуже него што је ФЕД предвидео. Све ово иде у прилог концепту прогнозираног циљања инфлације. Из перспективе водеће централне банке у свету, тренутни економски амбијент је практично без преседана, јер су водеће каматне стопе близу нуле већ доста дуго. До недавно је Фед био флексибилнији од већине централних банака водећих развијених економија не само с обзиром на инфлацију, већ и на реални БДП када се утврђују каматне стопе. Ово је приближно Тејлором правилу које укључује циљање пондерисаног просека инфлације и реалног БДП-а. Међутим, у јануару 2012. године, Фед је најавио да ће усвојити циљану стопу инфлације од 2%, и то на дуги рок. За сада нема на видiku промене монетарне стратегије Федералних резерви САД, јер ће каматне стопе бити близу нуле бар до 2014. године ради подстицања привредног раста. Истина, одржива висока инфлација не би била добра ни за кога. Општа констатација је да ће време показати када ће се и да ли ће се каматне стопе опоравити, а самим тим ће се отворити друге опције монетарне политике у САД.

Дакле, сви ови ставови почев од челника централне банке Енглеске Мајка Карнија (некада гувернера централне банке Канаде), Барнија Фрејзера, некадашњег гувернера централне банке Аустралије, Голдмана Сакса, званичника Феда и других су у ствари заинтересовани за преиспитивање мандата банке. Наведено сугерише да би могло да дође, ако не до циљања номиналног БДП-а, до још флексибилнијег тумачења инфлационог циља који оправдава задржавање инфлационе стопе на што нижем нивоу, и то на дуги рок. Отуда нема сумње да су пред нама иновације концепта циљања инфлације, а све ради смањења незапослености и већег привременог раста у развијеним економијама.

Да је сам концепт инфлационог таргетирања подесан за развијене економије потврдило нам је емпиријско истраживање Џонсона (Johnson, 2002) од пет панел студија инфлационог таргетирања (Аустралија, Канада, Нови Зеланд, Шведска и Уједињено Краљевство). Ово истраживање је доказало да најава инфлације заправо снижава очекивану инфлацију. Мишкин и Шмит-Хебел (Mishkin and Schmidt-Hebbel, 2007) закључују да инфлационо таргетирање у индустријски развијеним земљама помаже да се оствари нижа инфлација на дуги рок, као и нижа инфлација као одговор на курсне шокове. Росе (Rose, 2007) тврди да је концепт инфлационог таргетирања веома издржљив (дуготрајан) режим у односу на друге

режиме.¹¹³ Искуство многих развијених економија сугерише да је флексибилно планирање инфлације преживело тест велике глобалне финансијске кризе 2007-2009. године.

Теоријски приступи многих економиста су и за и против преформулисања концепта инфлационог таргетирања. Неки економисти као што су Оливер Бланхард (Olivier Blanchard, 2010) су предложили веће циљане инфлације-обично 4%. Ипак, ова идеја остаје анатема централним банкарима развијених економија. Према Бернанкеу (Ben Bernanke, 2010), Одбор савезног отвореног тржишта САД се једногласно противи повећању свог инфлационог циља, који би вероватно подразумевао много веће трошкове у односу на корист. Супротно мишљење је недавно у свом есеју изнео Бол (Ball, 2013), чиме долазимо до супротног закључка у односу на председника Федералних резерви Бернанкеа:

- а) циљана инфлација од 4% би ублажила ограничења монетарне политике, која произилазе из нулте границе каматне стопе, с тим да ће економски падови бити мање озбиљни и
- б) ова важна предност ће доћи по минималној цени, јер 4% инфлација не штети економији у значајнијој мери. Ипак, општа је констатација да се монетарна политика у свету мења, а то пре свега илуструје пример Јапана који је предузео потез ради постизања циљане инфлације од 2% у наредне две године, са агресивном мешавином квантитативног попуштања и куповином дугорочних државних обвезница.

Међутим, актуелна глобална финансијска криза је у водећим развијеним економијама указала на проблем који не може бити одложен нити игнорисан, а то је да стабилност цена не може да се третира одвојено од финансијске стабилности. Отуда је потребно наставити са сетом микропруденцијалних алата (нпр. кроз појачани банкарски надзор и регулацију), што би оставило простора централним банкама да се фокусирају и на инфлацију. Дакле, поред остварења инфлационог циља на средњи рок, централне банке су имплицитно или експлицитно прихватиле и други циљ-финансијску стабилност. Тиме централним банкама треба дати шири мандат, који укључује финансијску и макроекономску стабилност и добре перформансе као мету за стабилност цена. Ниска и стабилна инфлација је неопходан, али не и довољан услов за финансијску

¹¹³ Aizenman Joshua, Hutchison Michael, Noy Ilan (December, 2008), *"Inflation targeting and real Exchange Rates in Emerging Markets"*, Scholarship, Department of economics, University of Kalifornia, Santa Cruz p. 4.

стабилност. Због тога централне банке сада морају да користе шири опсег монетарне политике и сет пруденцијалних инструмената. Као резултат тога имамо приступ алтернативног двоструког мандата који комбинује експлицитан мандат централне банке посвећен стабилности цена са имплицитним мандатом посвећеним финансијској стабилности система у целини. Одговорност за одржавање финансијске стабилности може бити додељена централној банци или самосталном финансијском надзорном органу. У сваком случају, блиска координација између централне банке и других агенција доприноси обезбеђивању стабилности финансијских услова, што је од суштинског значаја. Бен Бернанке је у годинама пре кризе приметио да је финансијска стабилност постала млађи партнер централној банци у процесу монетарне политике, за разлику од традиционалних циљева који имају већу улогу.¹¹⁴ Значајнија фокусираност на финансијску стабилност је вероватно највећа промена у циљевима централне банке после актуелне финансијске кризе у развијеним економијама.

Не значи да је изабрана монетарна стратегија достигла савршени ниво после кога су све будуће промене искључене. Конкретно, централне банке водећих развијених економија се разликују у многим детаљима стратегије, нарочито у погледу природе мандата, комуникације и транспарентности. Промене које су се већ догодиле се не односе на стратегију. Оне укључују признање да ће централне банке у крајњој нужди бити зајмодавац и да се не може занемарити финансијска стабилност. Позивање на инструменте као што су независни микрофинансијски надзор и одговарајуће процедуре, као и макрофинансијски надзор са улогом централне банке, и у овим областима је свакако од веома битног значаја.¹¹⁵ Овим добијамо одговор какве треба да буду посткризне монетарне политике централних банака у развијеним економијама.

¹¹⁴ Yellen L. Janet (april 16, 2013), Panel Discussion on *"Monetary Policy: Many Targets, Many Instruments"*, Where Do We Stand?, At the *"Rethinking Macro Policy II"*, a conference by the International Monetary Fund, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, podaci i informacije dostupni na adresi sajta <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130416a.html>, dostupno dana 02.06.2013.

¹¹⁵ Reichlin Lucrezia and Baldwin Richard, 2013, *"Is inflation targeting dead? Centar banking after the crisis"*, Centre for Economic Policy Research, London, p. 123-124.

8. Трансмисиони механизам и стратегија монетарне политике Европске централне банке

8.1. Монетарна трансмисија у Европској унији

Механизам трансмисије монетарне политике у Европској унији је процес који утиче на привреду уопште, а посебно на ниво цена. Савет ЕЦБ-а је одговоран за доношење одлука монетарне политике, а које имају за циљ одржавање стабилности цена на средњи рок. Трансмисиони механизам монетарне политике у ЕУ карактеришу дуг, неизvestан и променљив временски заостатак. Нова емпиријска истраживања на ову тему показују да је просечна дужина кашњења ("time lag") у великим, развијеним економијама виша и износи 25-50 месеци, док је у новим чланицама ЕУ 10-20 месеци, (Табела 14).

Табела 14. Просечно трансмисионо кашњење монетарне политике великих развијених економија и нових чланица ЕУ

Велике, развијене економије		Нове чланице ЕУ	
Економија	Просечно трансмисионо кашњење	Економија	Просечно трансмисионо кашњење
САД	42,2 месеца	Пољска	18,7 месеци
Еврозона	48,4 месеца	Ч. Република	14,8 месеци
Јапан	51,3 месеца	Мађарска	17,9 месеци
Немачка	33,4 месеца	Словачка	10,7 месеци
Велика Британија	40,4 месеца	Словенија	17,6 месеци
Француска	51,3 месеца		
Италија	26,6 месеци		

Извор: Havráne Tomáš, Rusnák Marek (apr. 2013), *Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis*, *Economic Research Bulletin*, Vol. 11, NO 1, p. 15

Треба имати у виду да је познавање разних преносних канала ограничено појавом шокова, као и технолошким и структурним променама. Стога је тешко предвидети тачан утицај монетарне политике на економију

и ниво цена. Истина, основни циљ монетарне политике еуросистема је одржавање стабилности цена. Макроекономисти су једногласни по питању ефеката монетарне политике на цене, и то на дужи рок. Цене би требало да опадају након повећања каматних стопа. Међутим, објављени резултати економија еврозоне често показују да су цена загонетка на кратки рок. С друге стране, резултати указују да је цена загонетка и на дужи период. У том контексту, могуће је идентификовати неколико важних карактеристика успешне монетарне политике. Монетарна политика ће, на пример, бити ефикаснија ако имамо чврсто сидро инфлационих очекивања. Таква стратегија је кључ за постизање високог степена кредибилитета, што је предуслов за утицај на очекивања тржишних учесника. У том смислу, монетарна политика мора бити окренута ка будућности. Тачније, монетарна политика треба да има средњорочну оријентацију да би био избегнут претерани активизам и непотребна нестабилност на реалну економију. Снага монетарне политике зависи и од отворености привреде, просечног економског раста и нивоа независности централне банке.

На основу расположивих емпиријских студија закључујемо да утицај девизног курса може имати значајан ефекат у еврозони. Стога ће реаговање потрошачких цена на промене званичне каматне стопе централне банке зависити од ефеката ових промена на девизни курс. Примера ради, уколико је већа апресијација евра подстакнута променама каматне стопе, утолико је био већи пад инфлације. Међутим, проблем је у томе што ово није апсолутно аутономни ток, па централна банка не може у потпуности да контролише интензитет промена.¹¹⁶

Монетарна трансмисија у Европској унији може бити појашњена кроз више корака. Променом политике званичних каматних стопа, централна банка банкарском систему обезбеђује средства и камате. С обзиром на своју моћ кроз монопол над издавањем новца, централна банка може у потпуности одредити ову каматну стопу. Измена званичне каматне политике преко политике каматних стопа централне банке директно утиче на тржишне каматне стопе и, посредно, на активне и пасивне каматне стопе од стране банкарског система. Уосталом, очекивања промене будућих званичних каматних стопа утичу на средњорочне и дугорочне каматне стопе. Конкретно, дугорочне каматне стопе зависе од тржишних очекивања о будућем току краткорочних каматних стопа, уз констатацију да каматне стопе новчаног тржишта немају директан утицај на дугорочне каматне стопе. Тачније, централна банка директно утиче на

¹¹⁶ Фуртула С., Марковић Д., 2010, *“Монетарни систем Европске уније”*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 140.

краткорочне каматне стопе, док утицај на дугорочне каматне стопе зависи од очекивања будућих трендова. Неке студије показују да је утицај монетарне политике на инвестиције, потрошњу и друге компоненете агрегатне тражње генерално под утицајем трошкова капитала, који су у тесној вези са каматним стопама.¹¹⁷

На крају, као и свака друга централна банка, и еуросистем централних банака се суочава са значајним неизвесностима у окружењу. С тим у вези треба нагласити поузданост економских индикатора, економске структуре и монетарну политику трансмисионог механизма. Успешна монетарна политика стога мора да буде широко заснована, узимајући у обзир све релевантне информације за идентификацију фактора економских кретања, не ослањајући се искључиво на један модел економије. Тако нпр. промене у цени нафте или неке друге робе или контролисаних цена могу имати краткорочни, директан утицај на инфлацију. Исто тако дешавања у светској економији или у домену фискалне политике утичу на агрегатну тражњу и ниво цена. Због тога монетарна политика мора да контролише не само трансмисионе механизме већ и сва друга дешавања релевантна за будућу инфлацију.

Ако сагледамо практична дешавања кроз узорак и период од 1999. до децембра 2012. године (Matthias Neuenkirch, 2013),¹¹⁸ кроз ефекте трансмисије монетарне политике појединих економија еврозоне главни резултат је следећи: истраживања последњих година указују да је у погледу реакција на пројектоване промене каматне стопе европске централне банке је у Немачкој и Италији имала далеко јачи утицај него у Шпанији и Француској. Ако се пак осврнемо на стање пре пре увођења јединствене валуте евро 1999. године, евидентно је да је повећање каматних стопа имало тенденцију да смањује раст кредита у Француској, Немачкој, Италији и Шпанији.

Дугорочни ефекат монетарне политике је јачи у отворенијим привредама, у земљама у којима централна банка ужива већу независност и у земљама са нижим просечним економским растом. У просеку, у економијама еврозоне је после повећања каматних стопа пад цена прилично успорен. Конкретно, ефикасна комуникација побољшава управљање очекивањима каматне стопе. Истраживања потврђују да на територији еврозоне промена у комуникацији претходи променама

¹¹⁷ ECB, 2004, *"Monetary policy"*, European central bank, Frankfurt, p. 49.

¹¹⁸ Видети детаљније: Neuenkirch Matthias, 2013, *"Monetary policy transmission in vector autoregressions: A new approach using central bank communication"*, Journal of banking & finance, N037, p. 4284-4285.

краткорочне каматне стопе за око 14 месеци. Дакле, с обзиром на његов значај у процесу преноса и њен утицај на инфлацију и инфлаторна очекивања, можемо закључити да комуникација побољшава ефикасност монетарне политике.

Чињеница је да је остварена инфлација боље усидрена на тлу еврозоне него категорија инфлационих очекивања. У времену актуелне кризе је, генерално посматрано, укупан ефекат монетарне политике на (очекивану) инфлацију слабији. Ово је лоша вест за ЕЦБ, јер стимулисање реалне економије изгледа знатно теже током финансијске кризе и, што је још незгодније, ова установа нема много простора за даљи подстицај коришћењем конвенционалних политика на пример путем каматних стопа. Насупрот ЕЦБ, Федералне резерве користе комуникацију да би очекивања будуће циљане инфлације била ниска. Ако би користиле само традиционалне краткорочне каматне стопе као једини индикатор, не би се успеле да открију “ублажавање” монетарне политике због његове пристрасности.

Међутим, сва ова запажања би ипак требало тумачити врло опрезно и са извесном дозом предострожности, али и предузимати мере у складу са новонасталим околностима кроз даља квантитативна попуштања у циљу повећања ликвидности, посебно економија које су на периферији евро зоне.

8.2. Стабилност цена као примарни циљ јединствене монетарне политике

Европска централна банка *de jure* и *de facto* има јасан троструки мандат. Поред свог примарног мандата, који се огледа у чувању стабилности цена, ту је и запосленост. ЕЦБ има обавезу и да подржи уравнотежен привредни раст који прати пуну запосленост и друштвени напредак (члан 3 Уговора о Европској унији). Пре најновије глобалне финансијске и економске кризе, до лета 2007. године, примарни циљ монетарне политике ЕЦБ-а био је исказан кроз стабилност цена. Главни алат за постизање ценовне стабилности су каматне стопе на кратак рок. Овим је Европски систем централних банака стекао висок углед у еврозони, јер је стварна просечна стопа инфлације у дужем периоду била веома близу 2% годишњег циља (“испод, али близу 2% инфлације на средњи рок”), као и дугорочна инфлациона очекивања која су била усидрена на том нивоу.

Дакле, основна функција Европског система централних банака (ESCB) је преузета из члана 127 Уговора о функционисању ЕУ према коме је примарни циљ Европског система централних банака да одржава

стабилност цена. У уговору није наведена нумеричка дефиниција стабилности цена, али је постављена од стране Управног одбора ЕЦБ-а. У остваривању очувања стабилности цена, Европски систем централних банака делује потпуно независно од било које европске институције, органа, агенција и влада држава чланица. Критичари су истицали да би дефлаторна ситуација с негативном инфлацијом задовољила задати критеријум стабилности цена, ЕЦБ је објавила, тј. објаснила да инфлација подразумева само позитивну инфлацију, па би стабилност цена као циљ требало тумачити као инфлацију у распону од 0-2%. Раст цена у задатом распону од 0-2% од стране ЕЦБ-а делује као циљ или боље рећи делује као таргетирање инфлације. Међутим, ЕЦБ на то није гледала као на стратегију таргетирање инфлације. Притом је ЕЦБ користила термин “референтна вредност” пре него термин “циљ” када описује своју стратегију кроз праћење нивоа цена. Практичну потврду тога имамо кроз варијације стабилности цена на простору еврозоне у јулу 2013. године, где, на пример, Холандија има инфлацију од 3,1%, Естонија 3,9%, Румунија 3,4%, Шведска 1,7%, Литванија 0,8%, Шпанија 1,9%, Аустрија 2,1%..., са достигнутом перфектном стабилношћу цена у Немачкој у претходних 12-13 година на просечном нивоу од око 1,55%, или са укупном просечном инфлацијом на простору еврозоне у претходном десетогодишњем периоду од 1,97%, (Табела 15).¹¹⁹

Табела 15. Годишња инфлација (%) у јулу 2013. године, у растућем редоследу економија ЕУ

Економија	у %
Грчка	-0,5
Данска	0,4
Шведска	0,8
Пољска	0,9
Француска	1,2
Италија	1,2
Белгија	1,6
Немачка	1,9
Шпанија	1,9

¹¹⁹ Детаљније о томе видети: Euro area annual inflation stable at 1,6%, July 2013, Eurostat, the statistical office of the European Union, NO 123, Frankfurt, 16 avgust 2013, p. 1-3.

Аустрија	2,1
Финска	2,5
Словенија	2,8
Холандија	3,1
Румунија	3,4
Естонија	3,9

Извор: Eurostat или доступно на адреси сајма <http://ec.europa.eu/eurostat>,
доступно дана 13.06.2013.

ЕЦБ је желела да искористи предности обе стратегије монетарне политике, а истовремено није желела да се стриктно посвети ни стратегији монетарног таргетирања ни стратегији таргетирања инфлације. Управо због ових околности можда је ово заправо био покушај да се одговорност за стабилност цена Европског система централних банака на јединственом монетарном простору еврозоне, једноставно смањи.

У последње време се са назнакама глобалне економске и финансијске кризе из 2007. године, и интензивирањем кризе евра из 2010. године, мења ситуација у погледу проширивања посматрања примарног циља монетарне политике ЕЦБ-а на јединственом простору еврозоне. Самим тим су задаци Европске централне банке знатно проширени, делимично кроз сопствену иницијативу, а делом путем закона који су усвојени од стране држава чланица ЕУ у односу према монетарној политици и др. Током кризе је улога Европске Централне Банке знатно проширена изван њеног основног мандата. Нпр. Европски систем централних банака је усвојио опсежне мере како би подржао финансијску стабилност преко монетарног трансмисионог механизма, пружајући банкама довољно ликвидности под измењеним правилима преко лансирања транше државних обвезница. ЕЦБ је увела активне програме куповине, мада у много мањем обиму од нпр. америчког Фед-а или јапанског БОЈ-а. Циљ ових програма је био ублажавање финансијских услова за кредитне институције и компаније. Овим се охрабрују кредитне институције да одржавају и проширују кредитирање својих клијената.

Механизам (ESM-европски стабилизациони механизам), спасилачки фондови за еврообласт су имали оснивачки капитал од 80 милијарди евра средином 2013. године, чиме постају међународна финансијска институција са највише уплаћеног капитала широм света. Правила која су усвојена средином 2013. године су правила директне докапитализације од стране ESM-а. Обриси плана као капацитета за кредитирање од 500 милијарде евра (651 милијарди \$), су договорени од

стране министара финансија еврозоне средином 2013. године кроз европски стабилизациони механизам за докапитализацију, који ће кредитори директно добити. Међутим, ова мера биће ограничена за сада на 60 милијарди евра. У пуном капацитету ће профункционисати тек када ЕЦБ преузме “ефективну контролу” банака у уједињеној европској валутној унији, уз сагласност 27 земаља чланица. Истина, отпорност на неке кључне одредбе ове мере међу земљама чланица ЕМУ је и даље јака. Такође, ЕЦБ је пристао да се понаша као својеврсни агент на секундарном европском финансијском тржишту. Тако, на пример, нацрт ССМ¹²⁰ Уредбе ЕЦБ захтева одвојен однос између могуће финансијске супервизије од монетарне политике ЕЦБ-а. Ипак, у монетарној литератури не постоји јединствен став да те две функције треба да буду одвојене. Није необично да централне банке буду задужене за преузимање надзорне одговорности. Као доказ за то имамо да четрнаест од седамнаест централних банака на јединственом простору еврозоне има улогу у надзору. Председник ЕЦБ-а Марио Драги чак наглашава: “... јачи надзор олакшава вођење монетарне политике”. Један од разлога за то је што банкарски систем игра пресудну улогу у трансмисији монетарне политике кроз подстицаје у привреди и стога у постизању циља централне банке. Ово је посебно значајно у време криза, када је банкарски систем под хроничним стресом.¹²¹

Ово комбиновање монетарних и надзорних функција одражава чињеницу да је, за монетарне власти еврозоне на њеном јединственом простору, финансијска стабилност очигледно кључ. То потврђује и Годхарт (Goodhart, 2000) кроз став да више штете може нанети одсуство централно банке као надзорника него као старатеља стабилности цена. Додатни ризик по овоме економисти је могућност да централна банка изгуби независност и постане политички заробљена. Отуда стабилан финансијски систем са независном централном банком и здравим и солвентним банкама подржава несметану трансмисију монетарне политике и на крају доприноси макроекономској стабилности. Ово је посебно важно за еврозону, где банке и играју кључну улогу у обезбеђивању финансијских средстава за реалну економију, пре свега за мала и средња предузећа. Насупрот томе, финансијска неравнотежа може бити озбиљна претња за стабилност цена. Ако, међутим, настане сукоб између ова два циља, јасно

¹²⁰ Надзорни супервизорски механизам.

¹²¹ Видети о томе детаљније: Darvas Zsolt, Merler Silvia, “*The European central bank in the age of banking union*”, р. 10 или доступно на адреси сајта <http://www.bruegal.org/publications/publication-detail/publication/79...>, доступно дана 21.04.2014.

је да мандат ЕЦБ-а не оставља дискреционо право. Дакле, основна обавеза ЕЦБ-а остаје да обезбеди стабилност цена испод, али близу 2%, (Табела 16).

Табела 16. Међународно поређење циљева водећих централних банка у свету кроз стабилност цена

Земља	Индекс цена (Price index)	Нумеричке вредности	Дефиниција/циљ
ЕЦБ	НІСР	Испод, али близу 2%	Квантитативна дефиниција
САД	Није дефинисан фокус на језгро РСЕ	Нема бројчану вредност, али са претпоставком мете од 2% са распоном који зависи од гувернеровог говора	Квантитативно дефинисан Циљ
Уједињено Краљевство	CPI	2% инфлација	Тачкаста мета
Јапан	CPI	Приближно испод 2% са највише око 1%	“Разумевање”
Швајцарска	CPI	Испод 2%	Квантитативно дефинисан циљ
Шведска	CPI	2% Инфлација Кретање марже од $\pm 1\%$	Домет (ранг) циљани (мета)
Норвешка	CPI Фокус на језгро инфлације	Приближно 2 $\frac{1}{2}\%$ (тј. маргина флукуација од $\pm 1\%$)	Домет (ранг) циљани (мета)
Канада	CPI	2% Инфлација уз Контролни опсег од 1-3%	Домет (ранг) циљани (мета)
Аустралија	CPI	2-3%	Домет (ранг) циљани (мета)
Нови Зеланд	CPI	1-3%	Домет (ранг) циљани (мета)

Напомена:

- Индекс потрошачких цена (Consumer Price Index) мери промене општег нивоа цена роба и услуга током времена, које домаћинства купују за задовољавање својих потреба;
- РСЕ - издатак по становнику;
- НІСР - Хармонизовани индекс потрошачких цена обухвата индекс потрошачких цена роба и услуга које домаћинства купују за задовољавање својих личних потреба, односно корпе робе широке потрошње и услуга које купују репрезентативна домаћинства еврозоне;
- према НІРС класификацији то су: производи за исхрану и пиће, дуван, артикли одеће и обуће, услуге становања, намештај, покућство и текуће одржавање стана, услуге здравства, транспорт, комуникације, рекреација и култура, образовање, ресторани и хотели и остале робе и услуге;
- CPI - Мери промене у трошковима фиксне корпе роба и услуга које домаћинства троше за своје потребе.

Извор: Mongelli Paolo Francesco, Pavlidis Maria Myrto.: "The single monetary policy of the ECB", Johann Wolfgang Goethe University "The Changing European Economic and Monetary Union" MIEP and MMF-Wilhelm Merton Center 2013 Summer Semester, 16th may 2013, p. 9

Истина, ЕЦБ је у периоду од 2003. године евалуирала своју монетарну стратегију и поставила нову стратегију вођења монетарне политике уз постојање квантитативног циља за инфлацију за коју сматра да је компатабилна са стабилношћу цена која ће се и даље заснивати на дешавањима са растом новчане масе (М3). Главне измене су да се стопа инфлације сада више посматра као пожељна стратегија за подручје еврозоне у целини, па и даље треба да буде близу 2% на средњи рок, док се кроз претходну стратегију из 1998. године сматрало да је максимална дозвољена висина инфлације 2%. Ова наизглед мала промена се сматра довољном да се избегне опасност од дефлације у еврозони. Формулација "на средњи рок" указује да монетарна политика не може извршити фино подешавање у ценама или инфлацији у кратким хоризонтима од неколико месеци. Промене иду и у смеру посматрања значаја новчане масе на дуги рок, где референтне вредности понуде новца неће бити ревидиране сваке године. У периоду последње глобалне финансијске кризе Европска централна банка је дуго била критикована јер се фокусира на новчану масу, а то је очигледно кареликт монетарне стратегије Бундесбанке. Треба рећи да у условима финансијских иновација и у условима ниске инфлације, подаци о кретању новчане масе нису погодни да буду сигнал будуће инфлације. То је потврђивала и ранија анализа као и резултати до којих су дошли Герлах и Свенсон (Stefan Gerlach и Ларс Е.О. Svenson, децембар 2000), који су доказали да је новац као индикатор еуросистема био доста инфериоран показатељ будуће инфлације у периоду од 1980-2000. године.¹²²

Поставља се питање шта ЕЦБ у време најновије глобалне финансијске кризе треба да ради. Одговор на то је да се направи јасна промена монетарне политике, а да циљ може бити да се инфлација стави под контролу кроз тзв. стратегију симетричног циљања инфлације. Стратегија ЕЦБ-а треба да буде усвајање симетричног инфлационог циља, омогућавајући одступања око овог циља, уместо формулисања апсолутног горњег плафона за инфлацију који је важио од 1998. године. То би био јасан сигнал да је ЕЦБ снажно посвећена избегавању дефлације, што се дешава

¹²² Детаљније о томе видети: Gerlach Stefan and Svensson E O Lars, "Money and inflation in the Euro Area: A case for monetary indicators?", NBER Working papers No 8025, National Bureau of Economic research, Massachusetts Avenue, Cambridge, December 2000, p. 2.

2013. године у појединим економијама (Грчка -0,5% и др.), као што је и циљ да се избегне инфлација. Дефиниција која је сада актуелна на простору еврозоне је прилично двосмислена јер није јасно постављена доња граница инфлације, а асиметрична је јер се доња и горња граница инфлационог таргета објављују са различитом прецизношћу. Наиме, како тврде неки економисти, Свенсон нпр., горња граница је дефинисана прецизно, а доња доста непрецизно. По овом економисти, дефиниција ценовне стабилности треба да буде унапређена ако се инфлаторни таргет дефинише у једној тачки или ако се прецизно одреде и доња и горња граница инфлаторног коридора. Овај економиста тврди да ће експлицитна и симетрична тачка код циљања инфлације од 1,5%, 2% или 2,5% бити боља и да ће обезбедити бољи ослонац за инфлаторна очекивања. Он такође тврди да све док је циљна вредност јасно најављена није битно да ли је опсег постављен (Svennson 2003). Било је предлога да се утврди ранг за инфлацију у износу од 1%-2% или 1%-3%. Трећа алтернатива била је инфлација у једној цифри, где је предложен износ од 2,5%.¹²³

Период најновије глобалне и економске кризе је показао да је само ниска и стабилна инфлација сама по себи недовољна да унапреди стабилан и издржљив економски раст. То конкретно показује стопа раста БДП-а на простору еврозоне, где се очекује да ће она порасти у 2013. години само за 0,3% и 1,4% у 2014. години, што представља слаб опоравак у односу на пад од -0,5% у 2012. години. Интересантно је да је у кризним годинама 2007-2009. године израженија негативна стопа раста код старих чланица ЕУ у односу на нове чланице. Повољније су стопе прогнозног привредног раста код нових чланица ЕУ него код старих чланица. Уосталом, показатељи БДП-а посматраних економија еврозоне заправо то потврђују, (Табела 17).

¹²³ Видети исто: Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., (Ниш 2011) *“Монетарна стратегија”*, op. cit. стр. 166.

Табела 17. Развијене земље ЕУ: стопа раста БДП у периоду 2004-2011. године са прогнозом раста 2012-2014. године

Годишњи % промене	2004-2011.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
ЕУ	1,2	2,6	2,1	3,3	3,2	0,3	-4,3	2,1	1,5	-0,3	0,6	1,7
ЕУ 15	1,0	2,4	1,9	3,1	3,0	0,1	-4,4	2,1	1,4	-0,4	0,5	1,6
Еврозона	1,0	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,4	2,1	1,5	-0,5	0,3	1,4
Аустрија	1,7	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,1	2,7	0,8	1,3	2,0
Белгија	1,4	3,3	1,8	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,4	1,8	-0,3	0,5	1,5
Данска	0,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	0,8	1,1	1,2	1,3
Финска	1,4	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,5	3,3	2,5	1,7	1,2	1,6
Француска	0,9	2,5	1,8	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,1	0,3	1,1
Немачка	1,5	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,1	4,2	3,0	0,8	1,0	1,8
Грчка	-0,5	4,4	2,3	5,5	3,0	-0,2	-3,3	-3,5	-6,9	-6,1	-1,8	0,6
Ирска	1,3	4,4	5,9	5,4	5,4	-2,1	-5,5	-0,8	1,4	0,5	1,7	2,4
Италија	0,0	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-2,4	-0,3	1,4
Луксембург	2,3	4,4	5,3	4,9	6,6	-0,7	-4,1	2,9	1,7	-0,1	0,9	2,0
Холандија	1,4	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,7	1,6	1,0	-0,5	0,7	1,4
Португалија	0,2	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4	-1,7	-3,2	-2,2	0,2
Шпанија	1,2	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,6	-1,4	0,8
Шведска	2,2	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,0	6,6	3,9	1,7	1,8	2,8
В. Британија	0,9	2,9	2,8	2,6	3,6	-1,0	-4,0	1,8	0,9	-0,3	1,2	2,3
Нове чланице ЕУ	3,3	5,6	4,8	6,5	6,0	4,1	-3,6	2,3	3,1	1,2	2,0	2,9
Бугарска	3,1	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	1,0	2,0	3,5
Кипар	2,3	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-1,2	0,5	1,3
Р. Чешка	3,1	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,7	-0,9	1,1	2,0
Естонија	2,5	6,3	8,9	10,1	7,5	-4,2	-14,1	2,5	1,7	-0,9	1,1	2,0
Мађарска	0,7	4,8	4,0	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,6	-1,0	0,6	2,2
Летонија	1,6	8,9	10,1	11,2	9,6	-3,3	-17,7	-0,9	5,5	4,0	4,0	4,0
Литванија	2,7	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,5	5,9	3,0	3,0	3,0
Малта	2,4	-0,5	3,7	2,9	4,3	4,1	-2,7	2,3	2,1	-0,7	1,1	1,8
Пољска	4,5	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,6	2,6	3,5
Румунија	2,7	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,6	2,5	1,0	2,3	3,0
Словачка	4,7	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,4	3,2	2,4	2,0	2,6
Словенија	1,9	4,4	4,0	5,8	7,0	3,4	-7,8	1,2	0,6	-2,0	0,5	2,2
Еврозона	1,0	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,4	2,1	1,5	-0,5	0,3	1,4

Извор: IMF Global Outlook, 2013, p. 2

Стабилност цена је показала да није довољан услов за финансијску стабилност, док недостатак финансијске стабилности може имати само негативне ефекте на стабилност цена. Марио Драги (Mario Draghi, 2012), председник ЕЦБ-а, истиче да, ако у кризним временима линија монетарне политике и финансијског надзора постаје мање јасна, у таквој нагодби ће инфлација, финансијска стабилност и стабилност цена ићи у истом смеру, али ће то довести до конфликта. Монетарни дизбаланси су повезани са финансијском неравнотежом. Управо због ових околности 14 од 17 централних банака у еврозони због тога има улогу у надзору, али и неколико великих централних банака у другим деловима света.¹²⁴

Актуелни финансијски дебаланси који су били карактеристика рецесивних привреда развијених економија у скоријем периоду су обично означени као посебна карактеристика макроекономских параметара појединих земаља. Када је у питању монетарна политика, она може да настави да се фокусира на стабилност цена као, на пример, кроз литературу описано флексибилно циљање инфлације. Отуда финансијску стабилност треба узети у обзир посредно, и уградити је кроз одлуке монетарне политике у тој мери да очекивани изгледи за инфлацију не утичу негативно на реалну активност (Adrian and Hyun Song Shin, 2008).¹²⁵ Свакако да стабилан финансијски и привредни систем монетарној политици може донети само корист.

8.3. Хибридна стратегија ЕЦБ-а

Од 1999. године ЕЦБ уводи јединствену монетарну политику. ЕЦБ-а је усвојила стратегију хибридне монетарне политике, што има много заједничког са стратегијом монетарног таргетирања коју је користила немачка Бундесбанка, али такође има и одлике таргетирања инфлације као крајњег циља. Међутим, по неким ауторима, ЕЦБ је чак изричито у тврдњи да она не примењује стратегију инфлационог таргетирања. Исто тако ЕЦБ за монетарне агрегате користи израз најаве “референтне вредности”, кроз истакнуту улогу за новац, а не “таргет”. Концепт стратегије монетарне политике ЕЦБ укључује концепт заснован на “широко заснованој процени о изгледима за кретање цена [...] помоћу широког спектра економских и финансијских варијабли”. Због ових околности стратегију монетарне

¹²⁴ Darvas Zsolt, Merler Silvia, 2013, “*The European Central bank in the age of banking union*”, Bruegel policy contribution, Issue 13, p. 10.

¹²⁵ Adrian Tobias and Hyun Song Shin, 2008, “*Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*”, 2008, Jackson Hole Economic Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 287-334.

политике прихватамо као хибрид јер обухвата и инфлационо и монетарно таргетирање. Јегер (Jeger, 2002) с правом истиче да се стратегија ЕЦБ-а може посматрати као модификована верзија планирања инфлације, где централна банка треба да избегава прецизну вредност или опсег за средњорочне стопе инфлације, док коришћењем експлицитног номиналног сидра (референтна вредност за раст МЗ) у облике код очекивања инфлације на дуги рок.¹²⁶ Досадашња искуства развијених економија показују да само таргетирање монетарних агрегата није довољно за управљање монетарном политиком, чак ни у економијама који имају једноцифрену инфлацију. ЕЦБ истовремено употребљава прогнозирану инфлацију као интермедијарни таргет. Политика стабилности цена подразумева инфлациони опсег близу, али испод 2%. Мада ова констатација звучи као инфлациони циљ код ЕЦБ-а, није јасно да ли је овај опсег инфлациони таргет.

Истина, како год назвали ову политику, ова стратегија је била веома успешна на територији еврозоне. Као прилог томе стоји чињеница да је инфлација стабилизована око задате вредности на одрживој основи у претходном периоду. Као потврду ових речи имамо ситуацију да је стопа инфлације у ЕУ у просеку била 2,24% у периоду од 1991. до 2013. године, достижући највиши ниво од 5% у јулу 1991. године и рекордно низак ниво од -0.70% у јулу 2009. године. Овим је потврђена чињеница да је концепт циљања инфлације скоро неприкосновени концепт стратегије монетарне политике пре најновије глобалне економске и финансијске кризе у свету. Након кризе овај поглед је донекле померен. Добра вест је да су очекивања инфлације од учесника на тржишту пет година унапред и даље усидрена на 2% на територији еврозоне.

Сама Европска централна банка (ЕЦБ) током целог периода функционисања даје већу тежину улози новца у својој стратегији монетарне политике у односу на већину, ако не и свих, великих централних банака у свету. Овим препознајемо знатан утицај квантитативне теорије новца и конкретно Милтона Фридмана кроз допринос у формулисању стратегије. Главна синтагма монетарне политике Милтона Фридмана означава цене у

¹²⁶ Bordes Christian., Clerc Laurent, (march 2004), *"Price stability and the ECB's monetary policy strategy"*, Banque de France, N. 109, Paris, p. 12 или доступно на адреси сајта: www.banque-france.fr

лику каматне стопе, али не и количине, као и монетарне агрегате који су алфа и омега монетарне политике.¹²⁷

Ако пропратимо практична дешавања на територији еврозоне, евидентно је да М3 убрзава раст, што је углавном резултат преконоћних позајмица. Ово указује на неликвидност привреде еврозоне. Суверена дужничка криза, која је карактеристика еврозоне у кризном периоду, утицала је на динамику кредита и на монетарне агрегате. Уосталом, неконвенционална монетарна политика подржава раст новца у виду кредитирања од стране банака и владе, (Табела 18).

Табела 18 Монетарна кретања у еврозони, монетарни агрегати и главне компоненте

		М1			М2- М1	М3- М2	М3
		Циркулација валуте	Преконоћни депозити	Е- новац			
2008.		13,4	1,5	72,3	3,5	13,8	3,3
2009.		6,3	13,6	46,4	12,3	-8,9	-11,4
2010.		5,0	4,3	42,1	4,4	-0,4	-8,1
2011.		6,2	1,1	26,1	1,9	1,9	-0,9
2012.		2,4	7,3	30,6	6,4	2,1	-6,5
2013.	Април	3,4	9,8	18,3	8,7	0,1	-13,8
	Мај	2,6	9,6	19,7	8,3	0,0	-15,6
	Јун	2,1	8,8	17,7	7,6	0,1	-17,3
	Јул	2,4	8,1	15,6	7,1	0,2	-17,7
	Август	2,7	7,6	17,2	6,8	0,4	-16,3

¹²⁷ Stephen G. Hall, P.A.V.B. Swamy (maj/june 2012), Milton Friedman, the Demand for Money, and the ECB's monetary policy strategy, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 94(3), p. 153.

	М1				М2- М1	М3- М2	М3
	Циркулација валуте	Преко ноћни депозити	Е- новац				
2008.	1,0	0,6	1,5	5,6	0,5	7,7	1,0
2009.	0,5	5,1	5,7	-4,1	-1,8	-0,2	0,5
2010.	0,4	1,7	2,2	-0,2	-0,9	1,1	0,4
2011.	0,5	0,5	1,0	0,8	-0,1	1,7	0,5
2012.	0,2	3,1	3,3	0,8	-0,6	3,5	0,2
Април	0,3	4,1	4,4	0,1	-1,2	3,2	0,3
Мај	0,2	4,0	4,2	0,0	-1,4	2,9	0,2
2013. Јун	0,2	3,7	3,9	0,1	-1,5	2,4	0,2
Јул	0,2	3,4	3,6	0,1	-1,5	2,2	0,2
Август	0,2	3,2	3,5	0,2	-1,4	2,3	0,2

Извор: ECB, Statistics pocket book, oktober, Frankfurt, 2013, p. 25

У суштини, централне банке имају за циљ да кроз цене одреде краткорочне тржишне каматне стопе на тржишту новца и тако утичу на трошкове међубанкарског кредитирања. Кроз различите канале преноса желе да циљају реалну економску активност и, на крају, преко потрошачких цена и инфлацију. Након банкрота Лехман Бродерса (Lehman Brothers), и касније кризе поверења, све главне централне банке, па и ЕЦБ, су смањиле своје водеће каматне стопе све док нису стигле до нулте границе. Иновативне и нестандартне мере за борбу против кризе поверења у финансијском сектору после ове кризе су имале за циљ да оживе реалну економију путем кредитног канала. Изузетак је био привремени пораст главне стопе за рефинансирање ЕЦБ-а у 2011. години, непосредно пре заостравање европске дужничке кризе, што је довело до преиспитивања политике каматних стопа.

У монетарној политици је на сцени приступ који подразумева полако подизање каматних стопа, када је економија у опасности од „прегревања“, и брзо смањење стопе, када је економија неликвидна. Кључне каматне стопе великих светских банака и ЕЦБ-а су достигле доњу границу, нулу, чиме је способност монетарних власти за даље смањење реалних каматних стопа прилично ограничена. Централне банке су због наведеног морале да предузму више иновативних мера. Ту су, на пример, различити програми тржишта хартија од вредности путем директних интервенција, уз стриктну одвојеност монетарне од фискалне политике.

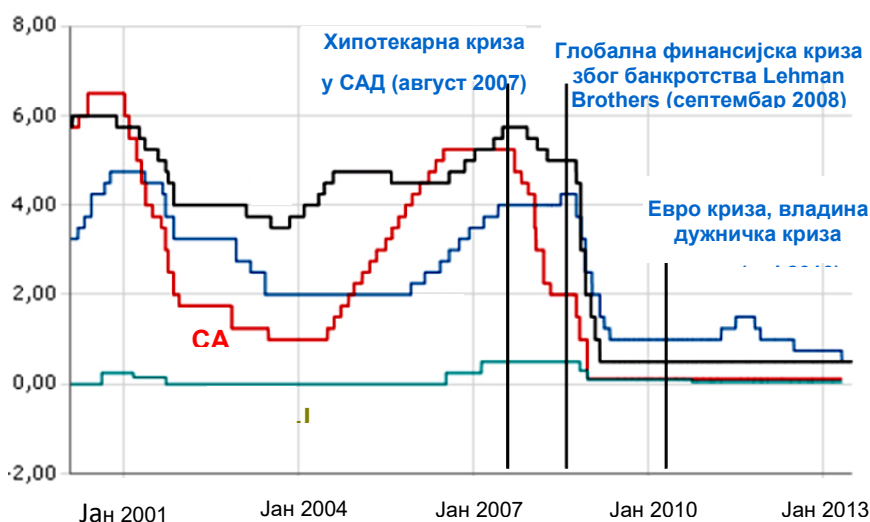
Европска централна банка је употребила фино подешавање преко операција на отвореном тржишту како би стерилизовала ликвидност стимулативним куповинама. Уосталом, операције на отвореном тржишту имају централну улогу у спровођењу монетарне политике евросистема. Користе се за циљање каматних стопа и ликвидности финансијског тржишта у еврозони. Поред тога, ове операције обезбеђују кључне информације о учесницима на тржишту, као и будуће монетарне политике ЕЦБ-а. На сцени је, на пример, била актуелна акција пласирања углавном владиних обвезница на тржиште земаља европске периферије попут Португалије, Италије, Ирске, Грчке и Шпаније. Евросистем куповине обвезница су биле строго ограничене на секундарна тржишта, без директног финансирања фискалног дефицита. У најновијем периоду ЕЦБ је изабрала да дизајнира своју монетарну политику у корист држава на периферији еврозоне, са ширим циљем обезбеђивања одрживости монетарне уније. Судбина ЕЦБ-а је нераскидиво везана за судбину евра. Да је ЕЦБ у овим кризним временима одбила да делује као зајмодавац у последњој инстанци, то би био крај заједничке валуте и крај ЕМС. (Krugman, 2012: 166).¹²⁸ Као пример овај економиста наводи оне који виде тренутни ниво незапослености у Шпанији кроз ефекте економија које немају сопствену валуту. Важно је да запамтимо да је отварање нових радних места у Шпанији било знатно теже онда када је Шпанија имала своју валуту (1980-1999) него од када је поменута држава члан еврозоне (1999-2013).

Експанзионистичка монетарна политика подржава реалну економију и успешно спречава светску рецесију. Када су инфлациона очекивања била добро усидрена, није било значајног повећања инфлације. Шема функционисања ЕЦБ-а у најновијим кризним временима требало је да укључује куповину неограничених количина државних обвезница. Европска централна банка (ЕЦБ) ће заправо учинити све што је потребно да сачува евро. Ако упоредимо две водеће банке у свету кроз понашање у условима глобалне финансијске кризе и употребе основног алата монетарне политике камате, имамо следеће: Америчке Федералне Резерве (Фед) су почеле да подижу каматне стопе знатно раније, већ у јуну 2004. године, док је ЕЦБ чекала децембар 2005. године и наставила је да то чини до јула 2008. године. У Европи је тек после банкротства Лехман бродерса ЕЦБ одлучила да смањи своју референтну стопу на 3,75%, што у поређењу са референтном стопом Федералних резерви у исто време износи 1,5%.

¹²⁸ Krugman Paul R., 2012, *"End this depression now!"* New York: W.W. Norton & Co, p. 72.

Водећи економисти ЕЦБ-а предвиђају да ће и у будућности монетарна политика остати акомодативна у кризним временима онолико дуго колико је потребно. Очекује се да ће ЕЦБ-ова кључна каматна стопа остати на садашњем или чак нижем нивоу током дужег временског периода. Традиционално, одлуке (US-FOMC) подстичу и друге централне банке у свету да је следе. Практична дешавања почетком 2013. године то и потврђују: U.S. federal funds target rate 0-0,25%, Банка Јапана 0-0,1%, Велика Британија 0,5% на основну камату, ЕЦБ-ова главна каматна стопа рефинансирања 0,5%, (Слика 8).

Слика 8. Актуелне репо каматне стопе у одређеним економијама у периоду 2001-2013. године



Извор: Piazzolo, Marc (11 september 2013), *Monetary Policy in the Face of the Eurocrisis How does the European Central Bank Absorb Excess Liquidity?* Stellenbosch University p. 4

8.4. Економска и монетарна анализа стратегије монетарне политике ЕЦБ-а

Стратегија монетарне политике евростема садржи кључни елемент који се изражава преко квантитативне дефиниције стабилности цена, а који има за циљ да стопа инфлације буде испод, али близу 2% на средњи рок. Остали делови монетарне стратегије чине оно што се назива политика два стуба који су међусобно комплементарни. Један стуб, “монетарне анализе”, садржи оно што се назива анализа уз помоћ монетарних индикатора. Монетарна анализа (МА) се фокусира на дужи рок, експлоатишући, дугорочно гледано, везу између новца и цена. Монетарна

анализа служи углавном као средство провере, из средње ка дугорочној перспективи, краткорочних и средњорочних монетарних индикатора важних за монетарну политику. ЕЦБ придаје велики значај монетарним агрегатима и томе како расту, али и проценама раста М1, М2, а посебно М3. И то је јединствено међу великим системима централних банака у свету. Ужи агрегати, као што је М1, могу да садрже неке информације о реалним активностима. Слично томе, промене на кредитима које су у приватном сектору могу бити информативаног карактера о финансијским условима. Конкретно, преко монетарних и финансијских институција и кроз билансе стања могу да се обезбеде додатне информације о окружењу. Осим тога, анализа новца и кредита рано може обезбедити информације о развоју финансијске нестабилности. Ово је од значаја јер би временом појава финансијских дизбаланса или цена имовине могла имати дестабилизирајући ефекат на активности и, на крају, утицати на цене. Уосталом, монетарна анализа може промовисати дугорочнију перспективу која може помоћи у превазилажењу кратковидности политике. Истина, дебата и контроверзе међу аналитичарима око корисности монетарне анализе су престале да постоје тек у скорије време.

Поставља се питање и зашто систем ЕЦБ-а (Европски систем централних банака) тако ради.

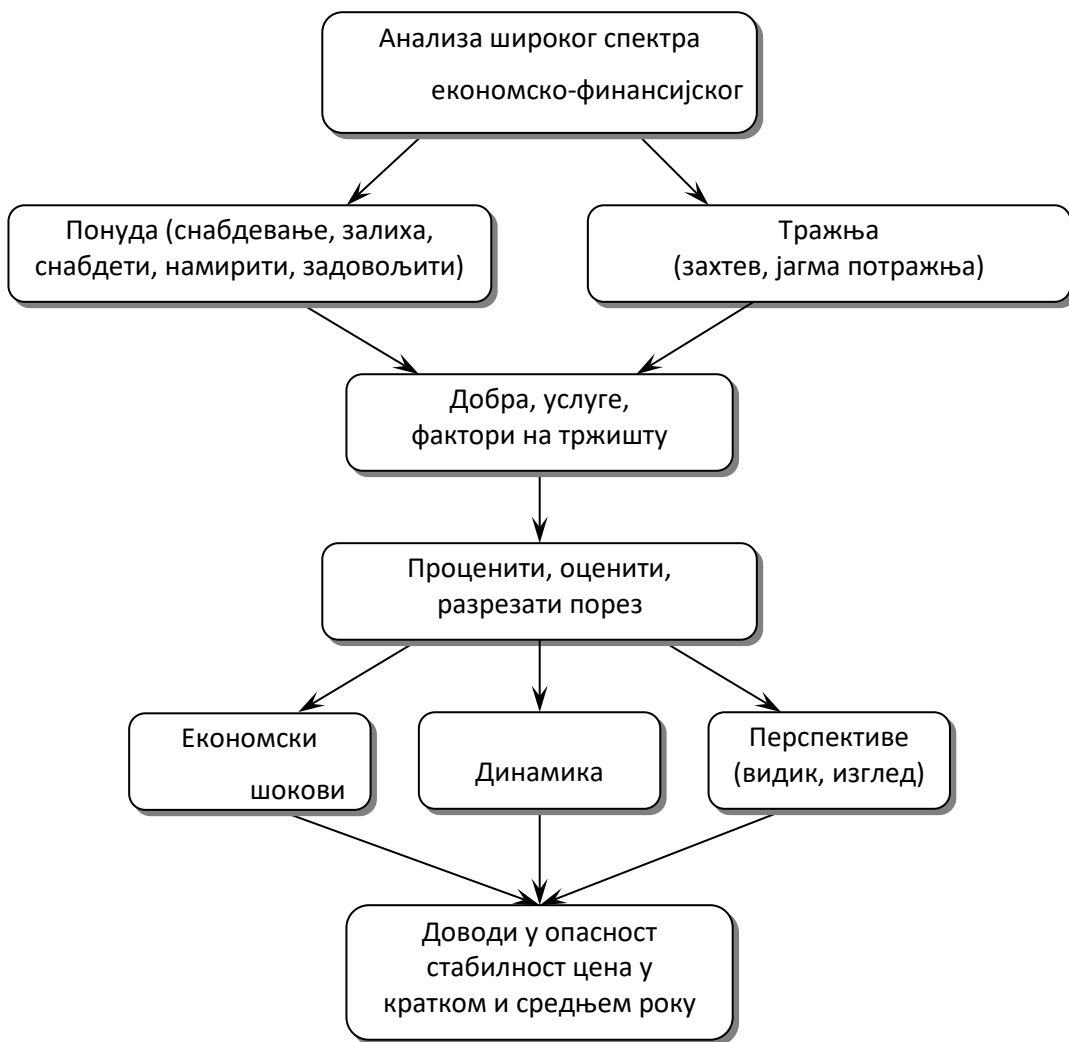
Разлог први: На средњи и дуги рок су монетарни раст и инфлација тесно повезани.

Разлог други: Кредитна анализа и анализа ликвидности омогућавају ЕЦБ-у да јасније види утицаје разних шокова.

Други стуб економске анализе (ЕА) служи да се идентификују ризици за стабилност цена у краткорочном и средњорочном периоду. Економска анализа (ЕА) узима у обзир чињеницу да је кретање цена на кратак и средњи рок углавном под утицајем од стране интеракција понуде и тражње роба, услуга и фактора тржишта, (**Слика 9**). Кроз економску анализу (ЕА), Европска централна банка редовно проверава, између осталог, следеће:

- дешавања у укупној производњи на страни понуде;
- тражњу и услове на тржишту рада;
- широк спектар цена и трошковне индикаторе;
- кретање фискалне политике и
- биланс плаћања у зони евра.

Слика 9. Стратегија монетарне политике ЕЦБ-а, економска анализа



Извор: Будету исмо: Mongelli Paolo Francesco, Pavlidis Maria Myrto, "The single monetary policy of the ECB", Johann Wolfgang Goethe University "The Changing European Economic and Monetary Union" MIEP and MMF-Wilhelm Merton Center 2013 Summer Semester, 16th may 2013, p. 36

Економска анализа обухвата још и: Анализу цене имовине и финансијске приносе. У том смеру финансијске променљиве се анализирају да би се извукле информације о очекивањима на финансијском тржишту, укључујући и очекивано будуће кретање цена. Као пример навешћемо цене обвезница, зараде, девизни курс, криве приноса, различите мере реалне активности, индикаторе фискалне политике, ценовне и трошковне

индикаторе и извештаје о привреди и потрошњи. Економска анализа користи различите технике а све у циљу да треба извући имплицитна очекивања будућих кретања цена са тржишта. Економској анализи стоје на располагању и макроекономске пројекције. Те пројекције обухватају прогнозе ЕЦБ и особља Еуросистема које користе разноврсне аналитичке моделе и емпиријске анализе. Ради подизања квалитета економских анализа (ЕА), пројекције ће помоћи да се синтетизује велики број економских података ради бољих економских доказа. За то се користе различити извори података. И на крају врше се процене економске перспективе и на кратак рок осцилације око тренда присутне инфлације.

Економисти Арестис, Бофингер, Кларида и др. (Arestis et al. 2002, Bofinger 1999, Clarida et al), истичу да таргетирање инфлације доводи до стабилизације производње, уколико се шокови јављају на страни тражње.¹²⁹ Међутим, ситуација је много сложенија ако су шокови на страни понуде, јер тада долази до пада производње и раста цена. У таквој ситуацији ЕСЦБ (Европски систем централних банака) неће одмах приступити рестриктивној монетарној политици како би се снизиле цене, већ ће инфлаторни притисак смањивати постепено. Ово је прави приступ, како истиче економиста Свенсон (Svensson E O Lars, 1997), јер ЕЦБ брине и о стабилизацији производње.¹³⁰ И на ову стратегију монетарне политике има замерки, те се зато предлаже да нова стратегија буде заснована на једном стубу, за чију реализацију ће се користити информације о кретању монетарних и кредитних агрегата (МА).

У прилог томе ако пропратимо поједина теоријска истраживања она показују да инфлација има позитиван утицај на економију, јер омогућава флексибилнија прилагођавања у реалним зарадама. (Akerlof i ostali, 1996).¹³¹ Међутим, у условима када се бележи раст стопе инфлације изнад номиналних зарада, долази до њиховог реалног пада (Akerlof i ostali, 2000). Бројна истраживања указују и да би стопа инфлације требало да се

¹²⁹ Bofinger P., 1999, *"The conduct of Monetary Policy by the European central Bank"*, Briefing Paper for the Monetary Subcommittee of the European parliament, Brussels, а детаљније о томе видети: Arestis Philip, Mouratidis Kostas (oktober 2002), Is there a trade Off Between Inflation and Output-Gap in the EMU Countries Output-Gap in the EMU Countries, Working paper N0 359, p. 1-14.

¹³⁰ Svensson E. O. Lars, 1997, *"Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets"*, European Economic Review, 4, p. 1111-146.

¹³¹ Видети исто: Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, op. cit. стр. 167., а о томе опширније у раду Akerlof G., Dickens W., Perry G., 1996, *The macroeconomic of low inflation*, Brooking papers on economic Activity, N1.

таргетира на ниво од 2-3%. У противном, ако се инсистира на стопи испод 2%, то ће довести до раста структурне незапослености (Wyplosz, 2001). У извештајима француског Савета за економске анализе, Артус и Виплоз (Artus and Wyplosz, 2002) наводе да је циљана инфлација ЕЦБ-а од 2% прениска и да је циљни опсег преузак. Они препоручују усвајање опсега од 1% до 4%. То у низу својих радова подржава и Свенсон (2002, 2003), где тврди да је еуросистем дефиниција стабилности цена двосмислена и асиметрична. Он тврди да је експлицитна и симетрична тачка циљане инфлације од 1,5%, 2% или 2,5% и да ће обезбедити бољи ослонац за инфлаторна очекивања. Он такође тврди да, све док је циљна вредност јасно најављена, није битно да ли је опсег овакав или онакав, (Свенссон, 2002).

Значајни аргумент за одбрану ових ставова је чињеница да је од старта Европског монетарног система централне банке (EMSCB) 1. јануара 1999. године хармонизовани индекс потрошачких цена (HICP) све до 2006. године је у више од 60% времена био ван таргета.¹³² У истом периоду је стопа монетарног раста надмашивала циљани ниво од 4,5% у више од половине времена.¹³³ М1 је у истом периоду до 2006. године растао знатно брже од М3. Кризне 2007-2009. године стопа раста М3 је евидентно виша у више од половине периода од М1, све до прве половине 2009. године када М3 доживљава пад. Насупрот њему позиција М1 расте од краја првог квартала 2009. све до краја 2009. године. Од тада М1 пада до краја првог квартала 2010. године, насупрот агрегату М3 који расте. До октобра 2012. године М1 расте на нешто вишем ниво од М3. Позиције раста или пада М1 и М3 у посматраном периоду су ишле у прилог вођења акомодативне или рестриктивне политике у зависности од привредних околности на територији евро зоне, (Слика 10).

¹³² Испод, али близу 2%.

¹³³ Видети исто: Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, *op. cit.* стр. 167., а о томе опширније у раду Wyplosz, C., 2001, "Do we Know How Low Should Inflation be?" In A. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan and B. Winkler, Why price stability?, First ECB Central banking Conference, European Central Bank, стр. 15-33.

Слика 10. Европска Унија и кретање монетарних агрегата М1 и М3, 2002-2012. године



Извор: <http://www.investing.com/analysis/de-unemployment-will-germany-a...>,
доступно дана 22.04.2014.

Ако узмемо у обзир понашање НИСП-а у кризној 2007. години кроз четвртину посматраног периода долази до премашивања зацртаног таргета. Посебно је интересантна 2008. година где имамо знатно премашивање постављених таргета у 100% посматраног времена. Следећу 2009. годину, обележили су дефлаторни трендови, док је у 2010. години на почетку забележена дефлација, а ова година је позната да није премашиван постављени таргет, изузев последњег месеца исте године. Наредну 2011. годину је обележило знатно премашивање таргета током целе године. Ова ситуација је кулминирала 2012. године када током целе године имамо премашивање задатих таргета НИСП. Следеће 2013. године имамо стабилнију ситуацију током већег дела посматраног периода и појаву током задња три месеца дефлаторних трендова, (Табела 19).

Табела 19. Укупни хармонизовани индекс потрошачких цена (HICP) на простору еврозоне 2000-2013. године

Месец	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Јануар	1,9%	2,0%	2,6%	2,1%	1,9%	1,9%	2,4%	1,8%	3,2%	1,1%	0,9%	2,3%	2,7%	2,0%
Фебруар	1,9%	1,9%	2,5%	2,4%	1,6%	2,1%	2,3%	1,8%	3,3%	1,2%	0,8%	2,4%	2,7%	1,8%
Март	1,9%	2,2%	2,5%	2,5%	1,7%	2,1%	2,2%	1,9%	3,6%	0,6%	1,6%	2,7%	2,7%	1,7%
Април	1,7%	2,7%	2,3%	2,3%	2,9%	2,1%	2,5%	1,9%	3,3%	0,6%	1,6%	2,8%	2,6%	1,2%
Мај	1,7%	3,1%	2,0%	1,8%	2,5%	2,0%	2,5%	1,9%	3,7%	0,0%	1,7%	2,7%	2,4%	1,4%
Јун	2,1%	2,8%	1,9%	2,1%	2,4%	2,1%	2,5%	1,9%	4,0%	-0,1%	1,5%	2,7%	2,4%	1,6%
Јул	2,0%	2,6%	2,0%	1,9%	2,3%	2,2%	2,4%	1,8%	4,0%	-0,6%	1,7%	2,6%	2,4%	1,6%
Август	2,0%	2,3%	2,1%	2,1%	2,3%	2,2%	2,3%	1,7%	3,8%	-0,2%	1,6%	2,5%	2,6%	1,3%
Септем.	2,5%	2,2%	2,1%	2,2%	2,1%	2,6%	1,7%	2,1%	3,6%	-0-3%	1,9%	3,0%	2,6%	1,1%
Октобар	2,4%	2,2%	2,3%	2,0%	2,4%	2,5%	1,6%	2,6%	3,2%	-0-1%	1,9%	3,0%	2,5%	0,7%
Новембар	2,5%	2,9%	2,3%	2,2%	2,2%	2,3%	1,9%	3,1%	2,1%	0,5%	1,9%	3,0%	2,2%	0,9%
Децембар	2,5%	2,0%	2,3%	2,0%	2,4%	2,2%	1,9%	3,1%	1,6%	0,9%	2,2%	2,7%	2,2%	0,8%

Извор: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, доступно дана (21.04.2014.)

Ако се осврнемо на практична дешавања кроз поглед монетарне и економске анализе на територији еврозоне, и то на средњи рок, имамо следећу ситуацију: не видимо ризик за финансијску стабилност јединственог простора еврозоне која произилази из садашњег ниског нивоа каматних стопа за рефинансирање ЕЦБ-а и краткорочних и дугорочних каматних стопа, које би оправдале мере монетарне политике на европском нивоу. Штавише, средњорочни изгледи за инфлацију преко потрошачких цена на јединственом монетарном простору еврозоне су и даље слаби. Монетарна политика ће и даље остати акомодативна, све док је потребно. Уосталом, управни савет ЕЦБ-а очекује да ће кључне каматне стопе остати на постојећем нивоу у дужем временском периоду.

Иначе, данас а и у блиској будућности постоји тенденција пристрасности ка дефлаторним тенденцијама у евро зони што значи промоцију нижег привредног раста и ниже инфлације на овом простору. То значи да постоје притисци који воде нижој тражњи и нижој инфлацији. Дакле, ЕЦБ има концепт циљане стопе инфлације, али нема експлицитну мету за незапосленост или економски раст у ЕУ. Као доказ за то имамо

негативне стопе раста у 2012. и 2013. години и да је стопа незапослености порасла на више од 12% 2013. године. Уз све ово било је мало акција да се повећа агрегатна тражња. И у будућности на територији евро зоне се очекују слични трендови, (Табела 20).

Табела 20. Остварена и прогнозирана стопа раста потрошачких цена, стопе незапослености, главне рефинансирајуће стопе, просек раста ГДП-а и краткорочне и дугорочне каматне стопе на јединственом монетарном простору еврозоне у периоду 2012-2017. године

Година	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Стопа инфлације (потрошачке цене)	2,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4
Стопа незапослености (ниво)	11,4	12,4	12,7	12,4	12,0	11,6
Главна рефинансирајућа стопа ЕЦБ (%)	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,7
Краткорочне каматне стопе (%)	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6
Дугорочне каматне стопе (%)	4,0	2,9	3,0	3,3	3,7	4,0
Просек раста ГДП-а евро зоне	-0,5	-0,6	0,9	1,4	1,5	1,6

Напомена: Прогнозе су дате за 2014, 2015 и 2016. годину

Извор: Eurozone Forecast, Published in collaboration with Oxford Economics, Ernst & Young Quality in Everything We Do, UK company, London, June 2013, p. 9-43

Као практичну потврду актуелне теме, али на микро нивоу можемо посматрати и кроз призму економске и монетарне анализе на средњи рок, засноване на емпиријским показатељима економија чланица еврозоне у тренутку посматрања крајем трећег квартала 2013. године. Актуелна економска ситуација је у већини земаља еврозоне генерално побољшана у односу на други квартал 2013. године, али је и даље “лоша” у Француској, Грчкој, Италији, Португалији, Шпанији и Кипру. Поређења ради, процене тренутне економске ситуације у Белгији, Ирској, Финској, Холандији и Словенији су мало боље. У Аустрији и Словачкој су процене тренутне економске ситуације испод задовољавајућег стања. Немачка и Естонија су једине земље у којима су економски стручњаци задовољни актуелном економском ситуацијом. Немачка ће наставити да расте више и снажније него друге економије еврозоне са растом БДП од 0,6% 2013. године, 1,7% у 2014. и даље 2015. године. Са јавним дугом изнад 80% БДП-а, Влада Немачке ће одржавати мудру фискалну позицију. Овакву политику ће пратити реални раст плата, што ће пратити раст потрошње.

Монетарном анализом је установљено да немачка економија има далеко највећи позитиван допринос расту новца у еврозони. ЕЦБ се определила за монетарни агрегат М3. Врло сличну стратегију је користила

Бундесбанка Немачке. Разлика је само што МЗ ЕЦБ не користи као таргет већ као референтну вредност. То значи да ако раст монетарног агрегата превазилази референтну вредност, она може, али и не мора, да предузме акцију смањења овог агрегата. Конкретно, такву ситуацију имамо у последњих неколико година на простору еврозоне, а посебно у Немачкој. Последњих неколико година далеко највећи допринос расту МЗ је из Немачке. Француска и група мањих земаља су такође дале допринос, али супротно кроз смањење раста МЗ агрегата.

Кредитни раст је тренутно нарочито слаб у земљама у којима је позајмљивање посебно порасло у годинама пре почетка кризе. Непрестани кредитни бум изазвао је однос неизмирених кредита приватног сектора у БДП-у у овим земљама периферијама ЕУ. Конкретно, 2012. године позитиван раст новца је вођен у централним земљама еврозоне, док је слаба кредитна активност евидентирана пре свега у периферним економијама еврозоне-Шпанији, Португалији и Ирској, што се одражава на тренутни пад кредита у приватном сектору. Тако је, на пример, до четвртог квартала 2012. године годишња стопа раста Немачке доприносу МЗ на подручју еврозоне порасла на 8,7%, а до чак 14,7% у случају М1. Поређења ради, сви остали у еврозони су имали нижи једноцифрени предзнак. Разлози за повећање немачког доприноса МЗ агрегату су новчани фонд, нарочито фонд ноћних депозита (позајмица), који је, без сумње, у Немачкој велики, (Табела 21).¹³⁴

Табела 21. Макроекономски резултати и пројекције немачке привреде у периоду 2012-2017. године

Немачка	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	
Стопа незапослености	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,0%	4,8
Раст БДП	0,9%	0,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,5%
Фиксне Инвестиције	-1,9%	-1,2%	4,2%	3,8%	3,2%	2,8%
Јавни дуг/ГДП	81,9%	80,7%	80,3%	80,6%	80,7%	80,9%
Реалне плате	раст	раст	раст	раст	раст	раст
Приватна потрошња	0,7%	1%	1,2 раст	1,3%	1,2%	1,2%
Потрошачке цене(инфлација)	2,1%	1,9%	1,9%	1,7%	1,7%	1,7%

Извор: http://twitter.com/#!/EU_Eurostat (14.10.2013.)

¹³⁴ Differences in money and credit growth in the euro area and in individual euro-area countries, (july 2013), Deutsche Bundesbank Monthly Report, Frankfurt Arn Main, p. 47-49.

9. Услови и ограничења стратегије монетарне политике Фед-а

9.1. Утврђивање таргета у монетарној политици ФЕД-а - искуства и поуке

Монетарна политика Фед-а (Федералних резерви САД) укључује директиве, политику, изјаве и акције које утичу на доступност цена новца и кредита. Управни одбор Федералних резерви и Савезни комитет за отворено тржиште (Federal Open Market Committee) чине Фед гувернер и председници регионалних банака Федералних резерви. Они имају мандат да дугорочно одрже раст монетарних и кредитних агрегата сразмерно економији, уз дугорочни потенцијал за повећање производње, при чему треба да промовишу максимално запошљавање, стабилне цене и умерене дугорочне каматне стопе. Савезни комитет за отворено тржиште (FOMC-Federal Open Market Committee) циља каматне стопе како би се постигао “двоструки мандат”-максимално повећање запослености и смањење инфлације. FOMC заправо поставља каматне стопе, а банке међусобно преговарају и утврђују преконоћне стопе задуживања. FOMC управља новцем, куповином државних обвезница (када убацује новац у банкарски систем) или их продаје (када узима новац из система). Комитет се састаје осам пута годишње у вези са каматним стопама, али понекад одржава посебне састанке ако ванредне околности то налажу. Када комитет жели да подржи економски раст, он своју циљну стопу поставља ниско. Када FOMC жели да смањи инфлацију, он то ради супротно: подигне каматне стопе како би био обуздан раст. Ови циљеви су прописани 1977. године на основу амандмана Закона Америчких Федералних Резерви.

Током 60-их година и 70-их година прошлог века Фед је таргетирао каматну стопу и више био наклоњен кејнзијанским принципима. Крајем 70-их година америчке Федералне резерве се суочавају са инфлацијом тако да се мења стратегија монетарне политике. Тиме се значајна пажња поклања регулисању понуде новца а мање каматним стопама. Овим се курс монетарне политике окреће монетаризму. Фед је крајем 1982. године истакао M1 као водич за монетарну политику. У периоду од 1975. до 1984. године стварне стопе монетарног раста су у већинском периоду надмашивале циљане, табела 23. Фед је престао да најављују раст опсега за M1 у 1987. години, (Табела 22).

Табела 22. Таргетирана и остварена стопа раста М1, САД у периоду 1975-1984. године (квартално)

Година	Таргетирани распон (%)	Стварна стопа раста (%)
4Q75-4Q76.	4,5-7,5	5,8
4Q76-4Q77.	4,5-6,5	7,9
4Q77-4Q78.	4,0-6,5	7,2
4Q78-4Q79.	4,5-7,5	6,8
4Q79-4Q80.	4,0-6,5	6,9
4Q80-4Q81.	3,5-6,0	2,4
4Q81-4Q82.	2,5-5,5	9,0
4Q82-4Q83.	4,0-8,0	10,3
2Q83-4Q83.	5,0-9,0	7,4
4Q83-4Q84.	4.0-8,0	5,2

Извор: Broodus Alfred, Goofriew Marvin (novembar-decembar 1984), *Base driftand the long run growth of M1: Experience from a decade of monetary policy, Economic review*, p. 7

Занимљиво је да је Фед деценијама објављивао податке за новчану масу, а дуги низ година је постављао циљеве за раст новчане масе. Међутим, у протекле две деценије велики број догађаја је покварио однос између раста новчане масе и учинка привреде САД. У јулу 2000. године Федералне резерве објављују да више не постављају распоне за раст новчане масе. Са историјског аспекта посматрано, главна каматна стопа Феда (Fed funds rate) је обично била између 2-5%. То је заправо због тога што су Федералне резерве дошле до закључка да здрава економија најбоље функционише са циљаном инфлацијом од 2% (стопа базне инфлације). Као резултат тога у САД је последњу четвртину века пред финансијску кризу 2008. године обележио период ниске инфлације и релативно стабилан раст, што су прекинула само два периода релативно благе рецесије. Генерално посматрано, Федералне резерве су неколико деценија доследно спроводиле антиинфлациону политику.

Прва рецесија је у САД трајала шеснаест месеци (од новембра 1973. до марта 1975. године). У 1973. години инфлација је скоро утростручена са 3,9% на 9,6%. Фед је удвостручио каматне стопе од 5,75% до максимума од 11%. Међутим, инфлација је остала на двоцифреном нивоу све до априла 1975. године. Федералне резерве су наставиле подизање главне каматне стопе до 13. јула 1974. године, а затим је драматично снизиле на ниво од

7,5% јануара 1975. године. Ове нагле промене у стратегији монетарне политике су познате као “стани-крени монетарна политика”. Искуство Федерације у овом периоду сугерише да су инфлаторна очекивања критичан фактор у спровођењу стратегије монетарне политике.

ОПЕК је окривљен за четвороструко повећање цена у периоду од неколико месеци у 1973. години. Међутим, није само то изазвало рецесију. Неколико фактора је томе допринело. Прво, САД су се удаљиле од златног стандарда и штампале више новца. Овај период је окарактерисан као време где је “превише долара јурило сувише мало робе”. Друго, председник Никсон је покренуо контролу плата и цена. Превисоке плате су натерале предузећа да отпуштају раднике. Резултат је био стагфлација и три узастопна квартала негативног раста БДП-а у К3 1974: -3,9% (-3,8%), К4-1,6% (-1,6%), 1975. К1-4,8% (-4,7%). Незапосленост је достигла врхунац од 9% у мају 1975. године. Два месеца након рецесије она је технички завршена.

Друга рецесија је покренута када су Фед под председавањем Пола Вокера (Paul Volcker, 1979-1987) усвојиле чврсту монетарну политику крајем 1979. године, као одговор на високу инфлацију. То је резултирало дубоком рецесијом 1981-1982. године. Као резултат тога, од септембра 1982. до јуна 1983. године имамо високу незапосленост, више од 10%. БДП је био негативан у 6 од 12 квартала. Фед су подигле каматне стопе федералних фондова на преко 20% у циљу борбе против инфлације, која је пала са нивоа од 13,5% 1980. године на 1,9% у 1986. години. На врхунцу кризе почетком 80-их година прошлог века инфлација је износила 13,5% а незапосленост 9,7%.

У последње две деценије 20. века инфлација је достигла просек од око 5% на годишњем нивоу. Већим делом председавања ФЕД-ом Алана Гринспена (Alan Greenspan, 1987-2006), “маестра” стабилне економије САД, инфлација је била стабилна и кретала се у распону од 2% до 4%, уз стабилан привредни раст и задовољавајућу стопу незапослености. Током прве половине 2000. године стопа незапослености је била испод 5%.

Период од 2000-2008. године је обележила просечна стопа инфлације од 2,4%. Најнижа главна каматна стопа Феда (Fed funds rate) је пала на око 1% у 2002. години. У периоду од 2002. до 2005. године Федералне резерве су предуго држале главну каматну стопу доста ниско. И на крају акомодативну монетарну политику под вођством председника управног одбора Федералних резерви Бена Бернанкеа (Ben Bernanke, од 2006. до данас), прати чињеница да економска активност расте умереним темпом, изузев 2008-2009. године, уз чињеницу да Фед губи свој циљани проценат инфлације од 2%, 2012. године, (**Табела 23** и **Слика 11**).

Табела 23. Инфлација и бруто домаћи производ у САД у периоду 1960-2012. године

Година	Стопа инфлације-CPI	Бруто домаћи производ у сталним ценама
1960.	1,92	2,6
1970.	3,36	0,2
1980.	11,68	-0,2
1990.	5,50	1,90
1991.	1,67	-0,10
2000.	3,00	4,10
2001.	3,73	1,00
2002.	1,14	1,80
2000-2007. (просек)	2,40	1,90
2008.	4,28	-0,30
2009.	0,03	-2,80
2010.	2,63	2,50
2011.	1,63	1,80
2012.	2,93	2.80

Напомена: Индекс CPI

Извор: Ауторски приказ на основу података "The statistics portal" а на основу извештаја Бироа за економске анализе (BEA) и US Department of Commerce или доступно на адреси сајта <http://statista.com/graphic/1/188165/annual->

[gdpgrowthinflation rate-of-the-united-states-since-1990-2012](#), доступно дана 05.05.2013.

Слика 11. Стопа инфлације и незапослености у току мандата три председника Америчких Федералних Резерви



Извор: Ауторски приказ

Укупно посматрано економисти овај период, који је трајао последње три деценије, иначе називају “великом умереношћу” у САД. Као потврду тога имамо податак да је стопа привредног раста САД у периоду 1947-2013. године била у просеку од 3,23%. Истина, у кризним годинама (2007-2009) САД је пратила виша стопа незапослености, највиша 10% децембра 2010. године, уз релативно задовољавајућу стопу инфлације у посматраном периоду, (Табела 24).

Табела 24. Стопа незапослености и стопа инфлације у САД у периоду 2006-2009. године

Година	Стопа незапослености	Годишња инфлација
2006.	4,6%	2,5%
2007.	4,6%	4,1%
2008. јун	5,5%	5,0%
2008. децембар	7,2%	0,1%
2009. јун	9,5%	-1,2%
2009. децембар	10,0%	2,8%

Извор: Mishkin S. Frederic (2012), *Macroeconomics policy and practice*, Columbia University, p. 302

Алтернатива актуелном мандату у условима постекономске и постфинансијске кризе је да Фед замени свој двоструки мандат исказан кроз запосленост и стабилност цена, једним мандатом а то је ценовна

стабилност. Овај предлог често иде заједно са предлогом за Фед, коме треба дати да циљ монетарне политике буде исказан кроз тзв. нумерички циљану стопу инфлације. Федералне резерве ће онда бити у обавези да остваре свој циљ на сталној основи. Неки званичници Фед-а сматрају да Федералне резерве треба да буду мање фокусиране на краткорочне прогнозе инфлације, с тим да треба вратити инфлацију до циља од 2% на дуги рок.

И најновије студије иду у сличном смеру сугеришући да би Федералне резерве утицале значајно на економски раст чак и ако инфлација буде преко 2% “на одређено време”. Почетком 2012. године Савезни комитет твореног тржишта (FOMC) најавио је дугорочни циљ за инфлацију од 2%. У свом саопштењу политике FOMC-а верује се да ће експлицитни инфлациони таргет помоћи да се “задрже дугорочна инфлаторна очекивања чврсто усидрена, чиме се постиже стабилност цена и умерена дугорочна каматна стопа и јача способност Комитета за промовисање максималне запослености у светлу значајних економских поремећаја”. Чак и пре званичног објављивања, многи економисти су дуго сматрали да је Фед имао режим циљања инфлације. Једна од новина је да би требало размотрити питање гарантовања одржавања каматне стопе Фед-а који је на историјски ниском нивоу, док је стопа незапослености и даље изнад 6,5%.

Истина, монетарна политика Федералних резерви САД је знатно ближа концепту флексибилног циљања инфлације као оквира монетарне политике кроз низ корака спроведених у последњих десет година. Као потврду тога имамо податак да Фед фаворизује транспарентну монетарну политику, јавне циљеве више и боље комуникације, са кораком даље почетком 2012. године, при чему ова установа најављује циљеве за инфлацију и незапосленост на препоруку FOMC-а. Иначе, подаци показују да “америчка јавност” тренутно очекује да ће стопа инфлације током наредне године у просеку бити мања од 2%. Десетогодишње очекивање је у ствари 1,38% годишње. Актуелна неуралгична тачка за Фед у посткризним условима је да има две алтернативе и то: да незапосленост смањује као своју мету или да незапосленост има свој “праг” као доњу границу. Економски модел ове студије показују да је праг смањења незапослености, уз побољшање економских перформанси, да незапосленост достигне 5,5%. Све ове пројекције се делимично слажу са проценама FOMC-а, ЦБО-а и ММФ-, (Табела 25).

Табела 25. Пројекције БДП-а и стопе незапослености *FOMC*-а, *ЦБО*-а (*СВО*) и *ММФ*-а за САД, 2013-2014. године

ФОМЦ (FOMC)	Пројекције стопе незапослености (у %)		Пројекције БДП (у %)	
	2013.	2014.	2013.	2014.
	7,3-7,5	6,5-3,5	2,3-2,8	2,9-3,4
ЦБО (СВО)	7,9	7,8	1,9	3,0
ММФ	-	-	1,9	3,0

Напомена:

FOMC (Open Market Committee) - Комитет за отворено тржиште

ЦБО - Конгресна канцеларија за буџет

ММФ - Међународни монетарни фонд

Извор: Board of Governors of the Federal Reserve System, Minutes of March 12 FOMC Meeting, Projection Materials, at <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>., and International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2013, Table 1.1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>. and CBO Budget and Economic Outlook, February 2013, at <http://www.cbo.gov/publication/43907>, доступно дана 18.04.2013.

9.2. Инструменти монетарне политике ФЕД-а

У погледу остваривања циљева макроекономске политике, Федералне резерве САД имају на располагању три главна инструмента монетарне политике и то: операције на отвореном тржишту, дисконтну стопу/политику дисконтног прозора и обавезне резерве на депозите.

Операције на отвореном тржишту су најзначајнији инструмент монетарне политике, који је први пут уведен 1922. године и тада га је Фед прогласио својим основним инструментом. Овај инструмент се иначе у већој мери користи од 1914. године. На почетку су ове операције биле изузете из монетарне политике и подређене жељи да се подстакне развој њујоршког тржишта новца (вештачко, административно форсирање раста тржишта како би се парирало тада водећем лондонском тржишту). Преокрет који је настао маја 1922. године, када је овај инструмент постао примарни алат монетарне политике, резултирао је тиме да су државне ХОВ чиниле 61,5% хартија у Федовом портфељу. Прве операције у 1922. години сигнализирале почетак нове ере у оквиру активности ФЕД-а. Агресивна акција да се заустави рецесија у привреди САД 1923. године кроз велику куповину државних хартија од вредности је била јасан доказ моћи операција на отвореном тржишту да се утиче на доступност кредита у

банкарском систему. Од тада у наредним годинама учешће државних хартија од вредности у Федовом портфељу САД-а износи од 50% до 95%. Током велике економске кризе 1934. и 1935. године учешће државних хартија постаје доминантно у Федовом портфељу и износи 100%, (Табела 26).

Табела 26. Учешће државних хартија од вредности у Федовом портфељу у периоду 1915-1935. године

На крају године	Државне хартије од вредности	
	Милиони долара	Одсто од укупног броја
1915.	16,0	19,8
1916.	55,0	31,2
1917.	122,0	31,4
1918.	238,0	45,5
1919.	300,5	80,8
1920.	287,4	60,6
1921.	234,1	61,8
1922.	433,4	61,5
1923.	133,6	27,5
1924.	540,2	58,3
1925.	374,6	50,2
1926.	314,8	45,2
1927.	560,0	64,4
1928.	197,2	31,1
1930.	686,1	70,4
1931.	774,6	78,3
1932.	1.851,1	99,8
1933.	2.435,3	95,7
1934.	2.430,3	100,0
1935.	2.430,3	100,0

Извор: Marshall D, "Origins of the use of Treasury debt in open market operations: Lessons for the present", Federal Reserve Bank of Chicago, 1Q/2002, Economic Perspectives p. 48

Као што се види из табеле 28, до 1934. године тај проценат се попео на 100%, чиме је Фед директно подредио монетарну политику САД

потребама фискалне политике кејнзијанског типа. За разлику од времена када је Фед куповао/продавао хартије од вредности на слободном тржишту, ова пракса је убрзо напуштена. Тиме ФЕД добија властитог брокера (део Савезног комитета за операције на отвореном тржишту FOMC-а, као посебног правног лица 1935. године), који има привилегију састављања а спискова са овлашћеним партнерима са којима Фед тргује.

Иначе, савремена методологија рада ФОМЦ-а подразумева да се он састаје сваких шест недеља да би изабрао циљ каматне стопе федералних фондова, а понекад се састаје и „ad hoc” ако жели да промени свој циљ између редовних састанака. ФОМЦ се састоји од седам Фед гувернера, председника њујоршког Феда, и четири од једанаест регионалних Фед председника банака који се бирају на ротирајућој основи. Ово значи да се више не могу сви тржишни учесници наћи у улози купца/продавца хартија од вредности од Фед-а, чак и ако то желе. У случају да се у оптицају јави вишак новца, Федералне резерве ће преко FOMC-а продајом хартија од вредности практично “извући” један део новца из оптицаја. Супротно, ако се јави потреба за већом количином новца, куповином хартија од вредности, Федералне резерве преко FOMC-а пуштају један део новца у оптицај. Када Федералне резерве купују хипотекарне хартије од вредности, купују их по тржишним ценама од приватних установа попут инвестиционих банака. Када Федералне резерве државне хартије од вредности купе од америчког Министарства финансија, када се први пут појаве на аукцији, новац ће ићи влади САД. У већини случајева, међутим, Федералне резерве купују државне хартије од вредности на отвореном тржишту, због чега се таква куповина назива операцијом на отвореном тржишту.

Ако пропратимо реакције Феда кроз спровођење операција на отвореном тржишту, хронолишки кроз историју, имамо следећи редослед битних дешавања. Прва велика агресивна акција Фед-а под руководством Бенџамина Стронга (Benjamin Strong, 1914-1928), да се заустави рецесија у 1923. години је била употребљена кроз велику куповину државних хартија од вредности, кроз главни циљ подстицања привредног раста. Током велике депресије у САД 1930-1933. године, Фед повећава понуду резерви банака куповином владиног дуга путем операција отвореном тржишту. У интервјуу из 1999. године, добитник Нобелове награде за економију Милтон Фридман наводи да су Федералне резерве дефинитивно изазвале Велику депресију. Као потвду таквих понашања имамо и резултат конфузне монетарне политике која се испољавала на једној страни кроз форсирање експанзивне монетарне политике изражене преко јачања операција на отвореном тржишту путем куповине хартија од вредности од стране Фед-а, а с друге стране кроз одустајање од такве политике појединих резервних банака САД. Као резултат Велике депресије 1930. године,

Конгрес САД је по први пут дао овлашћење да Фед мења стопе обавезне резерве и да регулише берзанске маргине.

Врло интересантан начин понашања Фед-ових операција на отвореном тржишту имамо током другог светског рата када се ова монетарна установа формално обавезала да одржава ниске каматне стопе на државне обвезнице 1942. године, након што су САД ушле у други светски рат. Тиме је Фед током другог светског рата, подредио своје пословање помагању владе САД. Током другог светског рата Фед се концентрисао на одржавање “ниске” каматне стопе како би могао да прода довољно обвезница за финансирање рата. Фед је тада био приморан да се одрекне контроле над великом количином свог портфеља и новчаном масом.

Нова кејнзијанска економска филозофија тог времена усмеравала је понашање операција на отвореном тржишту, кроз значај ниских каматних стопа хартија за промоцију инвестиција, запошљавања, и опоравак од рата, са резултатом да је за око деценију постало готово дужност Федералних резерви а то је оно што се понекад назива “ниска каматна стопа стандард народа САД”.

После рата као образложење за Федералне резерве и наставак куповине путем операција на отвореном тржишту је била жеља трезора да се каматама држе \$ 250 милијарди долара јавног дуга и страх од послератне депресије, на основу кејнзијанске економије. Касније, имамо ситуацију након почетка корејског и вијетнамског рата на тај начин што Фед продаје хартије од вредности чиме задржава ниске каматне стопе на државне хартије од вредности као директну подршку финансирању ових ратова.

Истина, Фед је потврдио поново своју независност 1951. године, постигавши споразум са Трезором да политика Федералних резерви преко операција на отвореном тржишту не треба да се подреди финансирању трезора. После тога, каматне стопе су се више слободно формирале а Федералне резерве су могле поново користити операције на отвореном тржишту и имале већу слободу да подигну дисконтне стопе. Доказ за то имамо током 1950-их година, пуштајући каматне стопе да нађу природни ниво кад год је то могуће, али и користећи кредитне контроле да обуздају спекулативне нападе у 1953, 1956-1957, 1959-1960 и да се смањи рецесија и незапосленост у 1954, 1958, 1960 и касније. Ипак, за разлику од већине других земаља у којима је централна банка пажљиво контролисана од стране владе, систем Федералних резерви ужива фер количину независности у остваривању своје главне функцију кроз контролу новчане масе.

Током првих послератних деценија, Фед користи операције на отвореном тржишту и дисконтну стопу како би утицао на краткорочне каматне стопе и каматну Федералних резерви, која се појавила као преферирани оперативни циљ. Као резултат смо имали ниску и стабилну инфлацију од 1950-их и раних 1960-их година. Међутим, већ од средине 1960-их година, инфлација у САД је почела да се пење на горе. Током 1970-их инфлација је постала редовна карактеристика америчког живота, са годишњим повећањем индекса потрошачких цена (CPI), који су редовно прелазили 10%.

Конгрес је дао овлашћење 1966. године да Фед-у купи дуг америчких агенција, као што су стамбена предузећа која влада спонзорише као одговор на кредитне кризе, те године. Испрва, FOMC ограничава своје активности у агенцији за хартије од вредности на краткорочне уговоре о поновном откупу, али Конгрес САД притиска Фед да спроведе потпуну куповину. Фед понекад експлицитно прети законодавством утврђивањем куповина и смањивањем законске независности Федералних резерви. Године 1971. године, FOMC попушта и почиње потпуну куповину дуга стамбених предузећа које је влада спонзорисала. Оно што је било евидентно понекад је да су Федералне резерве САД путем операција на отвореном тржишту имале тенденцију да се увек приклањају изабраним званичницима, или су присиљаване да то ураде по питању монетарне и укупне економске политике. Као доказ за то имамо ситуације да Федералне резерве редовно извештавају Конгрес САД и морају да одговоре на питања и решавају питања важних за Дом и Сенат.

Прави тест за ефекат спровођења операција на отвореном тржишту у том периоду имали смо кроз појаву рецесије у САД 1969. године, кроз понашање Фед-а. Фед тада повећава куповину хартија од вредности путем операција на отвореном тржишту у циљу стимулсања потрошње. Средином 60-их година 20 века креатори монетарне политике су суочени са констатцијом да је постигнут компромис на дуги рок између инфлације и незапослености. Ово веровање их је довело да следе веома експанзивну монетарну политику путем операција на отвореном тржишту у том периоду. Међутим, то је имало контра ефекат што је изазвало још већу инфлацију, коју је администрација председника Никсона настојала да обузда контролом плата и цена кроз програм економске стабилизације. Иначе, овакав програм је само делимично укротио инфлацију, која је ипак пала средином 1970-их. У истом периоду каматне стопе су порасле на историјски максимум средином 1970-их година. Међутим, цене су поново почеле да убрзавају до тачке да је до краја те деценије, обуздавање инфлације заменило смањење незапослености као примарног привредног приоритета Картерове администрације. Политика Фед-а је настављена у

истом обрасцу кроз даљу куповину хартија од вредности путем операција, али је криза достигла свој врхунац кроз инфлацију у периоду 1979-1981. године. Председник Федералних резерви САД Пол Вокер 1979. године се одлучује да уместо циљања каматне стопе користи М1 као своју мету. Међутим, до октобра 1982. године циљање М1 је окончано, јер је однос између М1 и номиналног БДП-а поремећен, те је од стране Федералних резерви (FOMC-а), дефинитивно напуштен 1986. године. Даљи покушај циљања раста ширих монетарних агрегата М2 и М3 је био безуспешан, па је и он напуштен до краја 1993. године.

Упркос бројним сугестијама из администрације САД од 1987-1991. године да је монетарна политика сувише рестриктивна, председник САД, Буш и поред свега је Алана Гринспена поново поставио за председника Одбора гувернера САД. У циљу да се обузда инфлација Фед појачава акције операција на отвореном тржишту у САД почетком 90-тих. Овим оне добијају нову улогу на финансијском тржишту кроз издато саопштење тадашњег гувернера Алана Гринспена кроз спремност да оне служе пре свега као извор ликвидности и подршке економском и финансијском систему. Од тада, Фед је користио монетарну политику и операције на отвореном тржишту разноврсно. То значи да када је требало 1989. године, попуштањем монетарних стега тј. смањењем дисконтне стопе Фед је повећао понуду новца путем операција на отвореном тржишту и учинио је рецесију мање оштром него што би то могла бити. Насупрот овоме, претходне 1988. године је прибегао оштрој рестрикцији смањењем понуде новца путем операција на отвореном тржишту. Оно што је карактеристично је да се репрезентативна каматна стопа *federal funds rate* углавном смањивала у кризним условима и обратно. То потврђују и позитивни исходи у погледу кретања главне каматне стопе за САД у Персијском рату и трошкови уједињења две Немачке.

Импресивни резултати које је Фед постигао путем операција на отвореном тржишту крајем 80-тих важе и за 90-те године. Већ 1996. године у условима успоравања привредне активности Фед је те године све мање био спреман да посегне за рестриктивним мерама монетарне политике. Међутим, у страху од инфлаторних очекивања Фед 1997. године ипак прибегава рестрикцији понуде новца путем операција на отвореном тржишту. Све ово указује на монетаристичку ноту актуелног гувернера САД, Алана Гринспена који скоро увек и само реагује на инфлацију, али не и на успоравање привредног раста. Током 90-тих за Фед и друге централне банке у свету важило је правило да је лакше спречити инфлацију него је смањити када се она отргне контроли. Алан Гринспен је такође добио високе оцене за повећање транспарентности политике Фед-а. У 1994. години, он је почео најављивати циљеве за *federal funds rate*, јавно на

састанцима FOMC-а. Већ од 1998. године, он је почео објављивати још више детаља са састанака FOMC-а. Гринспенов мандат обележен је углавном смањивањем инфлације, нижом незапослености и најдужом мирнодопском економском експанзијом у историји САД.

Историјски гледано, Федералне резерве су користиле операције на отвореном тржишту за подешавање снабдевања резервама и како да задрже стопу федералних фондова. Операције на отвореном тржишту су се одвијале у релацијама каматних стопа по којој депозитне институције позајмљују средства резерве другим депозитних институцијама тзв. преко ноћне позајмице-око циља утврђеног од стране FOMC-а. Исто тако стоји чињеница да у пракси Америчке Федералне Резерве САД никада нису напуштале политику циљања каматне стопе првенствено путем политике операција на отвореном тржишту, али с друге стране, никада нису ни прихватиле ригорозну примену истинског монетаризма.

Током 2000-тих FOMC је акцијама путем операција на отвореном тржишту био посвећен постизању средњорочне стабилности цена и деловао је у складу за остваривање тог циља. Бен Бернанке актуелни председник Фед-а се залагао током прве половине 2000-те године за агресивну стимулативну монетарну политику путем операција на отвореном тржишту у циљу регулисања понуде новца у складу са циљаном инфлацијом од 3-4%. Дакле, по њему рецепт за монетарну политику тада је био да она треба да буде више стимулативна, што указује да већу тежину треба дати запошљавању од двојног мандата. У Сједињеним Америчким Државама, рецесија у 2001. години и спор опоравак гура инфлацију близу нуле у 2003. години Као одговор, Америчке Федералне Резерве спуштају савезну стопу на федералне фондове до 1,0%. Овим Фед води комотну монетарну политику и у складу с тим имамо понашање FOMC-а, преко операција на отвореном тржишту. Економисти спекулишу да би даље слабљење привреде САД могло изазвати да федералне интересне стопе буду на нули. Ипак, како се испоставило, економски раст у САД се повећао. Фед није имао бриге око нулте доње границе главне каматне стопе САД, све до глобалне финансијске кризе 2008. године.

Од почетка глобалне финансијске кризе па све до 2011. године у постпериоду глобалне финансијске кризе, по Бену Бернанкеу председнику Федералних резерви САД, монетарна политика је моћан алат, али она не може да реши проблеме са којима се суочава економија САД. У условима високе незапослености у САД током 2008. године, Фед-ов конвенционални алат *federal funds rate* је био близу нуле, па се ова установа морала окренути ка избору различитих неконвенционалним монетарним политикама. Ова недавна финансијска криза је дефинитивно потврдила да операције на

отвореном тржишту саме не могу бити довољне за испуњавање законског мандата Фед-а. Федералне резерве су током кризне 2007-2009. године и посткризних која трају до данашњих дана, одговорице тако што су ставиле своје резерве на располагање депозитним институцијама (пре свега пословним банкама), кроз куповину путем операција на отвореном тржишту хартија америчког трезора и хипотекарних хартија од вредности (популарно познате као “квантитативно ублажавање релација у привреди”) и кроз кредитне олакшице. Поред тога, Фед је створио низ додатних начина за кредите доступне ширем спектру финансијских институција, као и кредите небанкарским финансијским посредницима. Ове иновације су биле без преседана у необичним и ванредним околностима какве су задесиле САД током најновије глобалне финансијске кризе.

Посматрано кроз историју интервенције америчких Федералних резерви су већински биле ограничене на банкарски систем САД. FOMC не врши директну продају хартија од вредности, већ издаје директиве Њујоршкој банци за Федералне резерве. Постоје два типа операција на отвореном тржишту:

1. директна куповина и продаја и
2. куповина хартија од вредности према споразуму о реоткупу и продаја хартија уз обавезу поновног откупа, тзв. обрнути репо.

У директној продаји и куповини хартија од вредности Фед купује или продаје хартије од вредности на отвореном тржишту без икаквих даљих обавеза у вези са трансакцијама. То заправо значи да ако Фед купи хартије од вредности, он није обавезан да их прода изворном продавцу. И обратно, ако Фед прода хартије од вредности, тада купац те хартије од вредности није у обавези да поново прода Фед-у.

У овире споразума о реоткупу, Фед купује хартије од вредности, а дилер се притом обавезује да ће поново откупити те исте хартије одређеног дана и по одређеној цени. Обратно, обрнуте репо трансакције иду заједно са интересом Феда, као алат за контролу краткорочне каматне стопе када је централна банка спремна да нормализује стопе на врло кратак рок, а које су у складу и у оквиру задатака монетарне политике. Преко обрнутих репо трансакција Фед продаје хартије од вредности дилеру обавезујући се притом да ће их поновно откупити одређеног дана и по одређеној цени, што заправо представља кредит који дилер одобрава Фед-у. Кроз концепт обрнутих репо трансакција укључују се америчке филијале страних банака, фондови тржишта новца и хипотекарне агенције Фани Меј и Фреди Мек. Федералне резерве обично реализују репо и обрнуте трансакције за мање од 14 дана (најчешће 7 дана), а обрнуте репо трансакције за 7 дана.

У САД су се најчешће користиле репо и обрнуте репо трансакције на краatak рок у сврху привременог мењања резерви депозитних установа. Ако пропратимо практична дешавања у САД у периоду од 1996-2010. године, тј. финансирање од америчких примарних дилера које укључују америчку владу, федералну агенцију, корпоративну и федералну агенцију за MBS хартије, растући примат заузимају репо трансакције над обрнутим репо трансакцијама све до 2008. године. Од 2009. године присутан је силазни тренд у маси укупних трансакција репо и обрнути репо, али са констатацијом да репо трансакције и даље заузимају доминантно место.

Табела 27. Просечан годишњи износ у репо и обрнутим репо трансакцијама САД у периоду 1996-2010. године

(у милијардима долара)		
Година	Репо трансакције	Обрнуте репо трансакције
1996.	900	700
1997.	1.100	950
1998.	1.250	1.050
1999.	1.200	970
2000.	1.220	1.040
2001.	1.850	1.160
2002.	2.100	1.750
2003.	2.250	1.600
2004.	2.940	1.900
2005.	3.130	1.920
2006.	3.260	1.780
2007.	3.900	2.359
2008.	3.950	2.540
2009.	2.400	1.400
2010. Q1	2.350	1.460
2010. Q2	2.450	1.800

Извор: SIFMA

Политика дисконтног шалтера је други инструмент монетарне политике који је често коришћен у САД. Тачније, дисконтна каматна стопа на кредите је терет пословних банака и других депозитних институција на кредите које добијају уз кредитне олакшице од регионалне банке Федералних резерви. Током година транзиција регионалних кредитних

тржишта на националном тржишту кредита је постепено произвела националну дисконтну стопу САД која је постала јединствена. Основна сврха дисконтног кредитирања је да се обезбеди краткорочна финансијска стабилност како би се спречио колапс финансијских институција која су доживљавале кризу ликвидности. Отуда систем Федералних резерви поставља дисконтну стопу на примарне кредите која је каматна стопа на кредите које банке чланице позајмљују директно од ФЕД-а. Ова стопа је постављена близу 100 базних поена више изнад циљане каматне стопе Федералних фондова. Идеја је да се подстакну банке да траже алтернативне изворе финансирања пре употребе “опције” као што је примарна дисконтна стопа кроз форму примарног кредита. Каматна стопа за примарни кредит је 100 базних поена изнад циљане каматне стопе Федералних фондова и њу називамо примарном дисконтном стопом.

У оквиру програма усвојеног 2003. године, примарна кредитна стопа се утврђује најмање на сваких 14 дана и одређује се од стране Управног одбора Федералних резерви. Очекује се да ће примарне кредите велике банке врло брзо вратити. За веће банке рок је крај следећег радног дана. Истина, трајно расположиви есконтни кредит је доступан добрим и здравим банкама којима се дозвољава да се задужују колико желе. Друга врста кредита су тзв. секундарни кредити, који су постављени на 50 базних поена изнад есконтне стопе на примарне кредите и доступни су само банкама које не испуњавају услове за примарни кредит. Банке се обраћају за секундарни кредит ако су неликвидне на кратак рок и/или ако имају дугорочне потешкоће које саме не могу да превазиђу, при чему се не очекује да ће брзо вратити кредит. И трећа врста кредита путем политике “дисконтног прозора” су сезонски кредити. Ови кредити су намењени банкама које имају сезонске флукуације у депозитима у периодима годишњих одмора, као и банкама које су везане за кредитирање пољопривреде. Каматна стопа на ове кредите је обично везана за просечну каматну стопу на Федералне фондове.

Оно што је интересно да су повластице дисконтног прозора (discount window) до 80-тих година 20 века могле користити само чланице банкарског система ФЕД-а, које су морале да издвајају обавезну резерву на депозите, по стопама који је прописивао Одбор гувернера. Након усвајања Закона о дерегулацији депозитних институција и монетарној контроли 1980. године, настаје прекретница, дакле банке регистроване од стране федералних држава, морају да издвајају обавезне резерве, где погодности операција дисконта могу рачунати и те банке.

Пре јанура 2003. године политика “дисконтног шалтера (прозора)”, састојала се од кредита за прилагођавање и кредитних и проширено

сезонских кредитних програма. Уобичајена каматна стопа на кредит за прилагођавање била је мања од каматне стопе Федералних резерви, обично од 25 до 50 базних поена током 1990-тих. За решавање неспремности банака да се задужеју, Борд Федералних резерви заменио је постојеће кредите за прилагођавање и проширене кредитне програме са основним и средњим кредитним програмима, почев од јануара 2003. године, задржавајући сезонске кредитне олакшице. Промене у политици “дисконтног шалтера” десиле су се више пута у последњих неколико година. На пример, ФЕД је либерализовао “политику дисконтног шалтера” кроз попусте у очекивању могућих промена са ликвидношћу у привреди. Од 1. Октобра 1999. године до 7. априла 2000. године су успоставиле посебну базу ликвидности, без потребе да се кредит тражи на неком другом месту. Након напада на Пентагон и светски трговински сентар у септембру 2001. године, Федералне резерве су поново охрабриле депозитне институције којима је потребан кредит због проблема неликвидности да позајме од “дисконтног шалтера”. Током финансијске кризе која је почела у лето 2007. године неколико корекција је направљено да се подстакну институције да позајмљују од “дисконтног шалтера”. То је укључивало продужење максималног рока у пакету основног кредитног програма за 30 дана у августу 2007. године, а затим на 90 дана у марту 2008. године. Од марта 2010. године максимални рок на попуст код кредита на тзв. шалтерским кредитима је смањен.

Ако пропратимо практична дешавања у САД током велике глобалне финансијске кризе политику тзв. дисконтног шалтера са више од 30 000 попуста у време кризе 2007-2009. године користи 20% малих америчких банака и 60% великих. Максималан износ у доларима на један дан путем политике “дисконтног шалтера” код последње финансијске кризе у САД је износио 60 милијарди америчких долара. Банке “Bank of America” и “Wells Fargo” су користиле ову позајмицу у износу од 50 милијарди долара. Следећи највећи дневни кумулативни износ позајмице имали су Dexia (37 милијарди долара), JP Morgan Chase, Barclays и Depfa (око 30 милијарди долара сваки). То усталом показују и новчана средства која су “убризгавана” путем политике “дисконтног шалтера” у преткризном периоду 2003-2006. године која су мања и у кризном периоду 2007-2009. године која су знатно виша, (Табела 28).

Табела 28. Ликвидност “убризгавана” од стране Федералних резерви САД путем политике “дисконтног шалтера”

Година	У доларима
2003-2006.	170 милиона долара (просек сваке недеље) или укупно 30,8 милијарди долара
Август 2007-децембар 2009.	Више од 30 000 попуста путем дисконтног шалтера у износу од 15 трилиона долара

Извор: Berger N. Alen, Black K. Lamont, Bouwman H.S. Christa, Jenifer L. Dlugosz (july 2013), *The Federal Reserve's Discount Window and TAF Programs: “Pushing on a String?”*, Technical report, Working Paper, p. 2

И трећи инструмент монетарне политике који је доступан систему Федералних резерви САД обезбеђује банкама доступан извор ликвидности који недостаје националном банкарском систему. Банке су имале обавезу да држе у резерви различите проценте у зависности од њихових депозита по виђењу. Систем обавезних резерви у САД је врло јак инструмент регулације који је уведен давне 1927. године са циљем да се неутрализује ефекат великог прилива злата из Европе. У почетку су обавезне резерве примењиване само на банке чланице Фед система. Од 80-их година 20. века уводи се обавеза примене обавезних резерви за све депозитне институције (кредитне уније, штедионице, штедно-кредитне задруге и друго.). Истина, у пракси монетарног система САД овај инструмент је био најмање присутан и коришћен.

Почетком прошлог века Америчке Федералне Резерве су постале савезник банкарског система ширећи своју оригиналну реактивну улогу последњег повериоца и гаранта ликвидности банкарског система. Овај инструмент монетарне политике је као и финансијски систем током времена еволуирао тако да су од 1931. године Федералне резерве напустиле став да су резерве потребан или користан извор ликвидности. Мењајући своју улогу, банке држе резерве код Федералних резерви како би био онемогућен прираст нових кредита и њихова претерана експанзија. Међутим, у временима финансијских криза и паника банкарског система, упркос присуству обавезних резерви, постало је очигледно да сви ови захтеви од обавезних резерви заиста имају ограничену корист као гарант ликвидности. Уместо тога, улога обавезних резерви данас је еволуирала тако да се она више посматра као допунски инструмент монетарне политике, који појачава ефекте операција на отвореном тржишту и дисконтне политике. Самим тим концепт обавезних резерви помаже Федералним резервама у постизању примарних циљева.

У новијој историји су обавезне резерве, као користан помоћни инструмент монетарне политике САД, имале значајне импликације на ефикасност примарног алата Федералних резерви, операција на отвореном тржишту. Током већег дела 1970-их, Фед је дозволио брзу кредитну експанзију у складу са жељом владе у борби против незапослености. Међутим, са све већом инфлацијом централна банка је пооштрила монетарну политику крајем 70-тих година прошлог века. У том контексту у циљу пооштравања монетарне политике средином 1970-их трошкови чланства у Фед-у почели су да надмашују користи за многе банке. Банкарски профити су били смањени за веће стопе обавезне резерве у циљу пролонгирања рестрикције понуде актуелне монетарне политике. Истина ова политика је успешно успорила раст новчане масе, али је покренула оштру рецесију у 1980-им годинама коју је пратила висока незапосленост од око 9,7% 1982. године и 9,6% 1983. године. Наметање више обавезне резерве било је посебно корисно у касним 1970-им, када су Федералне резерве рестриктивном и агресивном политиком покушале да сузбију ширење новца и кредита и на тај начин олакшале притисак на цене.

Управо супротно се дешавало у раним 80-им годинама нпр., када су операције на отвореном тржишту усмерене ка подстицању и контроли на кратак рок прилично прецизног монетарног агрегата М1, обавезне резерве су биле тако дизајниране да је циљ било побољшање општих монетарних и кредитних услова уз побољшање стабилности цена. Монетарним законом из 1980-их "Monetary control act" и уредбе Управног одбора Федералних резерви, операције на отвореном тржишту и тадашње стопе обавезних резерви налазиле су се на истом задатку, у сузбијању рецесије и незапослености која је била тада актуелна у САД.

Као резултат 1990-их година прошлог века долази до смањења коефицијента обавезних резерви у САД. Постојале су две главне промене обавезних резерви у САД. Први случај се догодио 13. децембра 1990. године, када су стопе обавезних резерви смањене на нето трансакционе депозите (орочене и штедне депозите и нето еурообавезе од 3% на нулу). Други случај се догодио 2. априла 1992. године, када су обавезне резерве на трансакционе депозите смањене са 12% на 10%. У монетарној политици САД је у претходном периоду ретко долазило до корекције коефицијента обавезних резерви. Уосталом, повећање коефицијента обавезних резерви углавном је доводило до повећања каматне стопе федералних фондова и обрнуто. Тај карактер је настављен до данас. Фед је користио ову политику корекција обавезних резерви углавном у условима тешке рецесије и инфлације. Као доказ томе стоји нпр. смањење нивоа обавезних резерви 1990, што је довело до смањења оптерећења биланса банака са 11,5 милијарди долара децембра 1990. године на 8,5 милијарди долара априла

1992. године. Смањење коефицијента обавезних резерви је било тако дизајнирано да банкарски сектор САД постави у што бољој позицији кроз проширење кредитног потенцијала. Уосталом, смањење коефицијента обавезних резерви смањило је трошкове и стимулисало банкарско позајмљивање у САД. Као доказ за то имамо домете сатисфакције за банкарски сектор САД које је произвело актуелно смањење стопе обавезних резерви 1990-1992. године. Иначе, у посматраном периоду смањење по основу стопе обавезних резерви било је знатно више од ефекта смањења камата (**Табела 29**).

Табела 29. Ефекат смањења обавезних резерви и смањење камата на федералне фондове на билансе банкарског система 1990-1992. године

Период	Смањење ефекта обавезних резерви на билансе банака (у милијардама долара)	Стопа Федералних фондова (Federal funds rate у %)	Ефекат смањења камата (у милионима долара)
Децембар 1990.	11,5	7,0	800
Април 1992.	8,5	4,0	350

Извор: Joshua N. Feinman, Christoph Hinkelmann (June 1993), *Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform*, Bulletin, Federal Reserve, Washington, p. 581

У Сједињеним Америчким Државама је крајем 1990-их и почетком 2000. године структура обавезних резерви наведена још у Закону о монетарној контроли из 1980-их година. Органи Федералних резерви су били ограничени овим прописима а тиме и неравноправим третманом који је донео овај закон малим, средњим и великим банкама у САД. Конкретно, оно што се дешавало током рецесионог периода од 2001. до 2003. године, када је незапосленост била највећа 2003. године од чак 6,0%, је да су у САД само највеће банке имале обавезну резерву од 10%. С друге стране све депозитне институције су у обавези да имају обавезну резерву од 3% у односу на 42,8 милиона долара у нето трансакционим рачунима, а 10% на нето трансакционе рачуне банке изнад 42,8 милиона долара. У то време није постојала обавезна резерва на орочене и штедне депозите.

Колики је ефекат на привреду те 2001. године можемо закључити кроз обим трансакционих депозита који су држале све депозитне институције САД тог тренутка, а које су биле “заробљене” код ФЕД-а. Тај износ од 566,5 милијарди долара је био заиста велики као предмет “опорезивања” преко обавезних резерви. Можемо констатовати да су чак

и мале промене преко коефицијента обавезних резерви могле да имају релативно велики утицај на кретање новчане масе а и тиме утицај на инфлацију у привреди САД, (Табела 30).

Табела 30. Резерве депозитних институција САД јуна 2001. године

Резерве депозитних институција САД	у US доларима
Обавезне резерве	36,9 милијарди
Резерве биланса Фед-а	7,1 милијарди
Нето трансакциони депозити	566.5 милијарди

Извор: Federal Reserve Statistical Releases (avgust 30, 2001) H.3 and H.6 или доступно на адреси сајма <http://federalreserve.gov/releases/H3/20010830/> and <http://federalreserve.gov/releases/H6/20010830/>, доступно дана 20.05.2010.

Постоји неколико разлога због којих обавезне резерве у САД нису често мењане, од којих је најважније да су операције на отвореном тржишту много прецизније средство за спровођење монетарне политике. На пример, када централна банка купује 10 милијарди долара у хартијама од вредности за свој портфолио, додаје 10 милијарди долара банкарских резерви. Утицај промена код обавезних резерви је тешко проценити. Свака промена обавезних резерви има потенцијал да утиче на хиљаде депозитних институција на различите начине, у зависности од депозитне базе две институције. Тако нпр. промене стопе обавезне резерве обично доводе до промена у ценама за неке банкарске услуге, јер су неке банкарске тарифе и кредити постављени на основу обавезне резерве. Уосталом, темпо промена обавезних резерви коначно утиче на профитабилност банкарског сектора.

Још је Милтон Фридман пре четири деценије предлагао да се као противмера скривеног опорезивања депозитним институцијама уведе камата на средства која држе код Фед-а. Међутим, Борд Америчких Федералних Резерви је тек од 6. октобра 2008. године као меру против скривеног опорезивања банкарског сектора путем обавезне резерве увео каматну стопу на та средства. На средства које банке држе на рачуну код Фед-а плаћа се каматна стопа од 1,25% на годишњем нивоу, 2011. године. Ова нова политика је посебно важна сада када Фед држи више од 1 трилиона долара у укупним резервама од депозитних институција у протекле три године, 2012-2013. године. Сам проценат основице за обрачун обавезних резерви показује актуелну ситуацију у банкарском сектору САД, по питању обавезних резерви, (Табела 31).

Табела 31. Обавезна резерва Фед-а 2014. године

Основица за обрачун	Обавезна резерва	
	Проценат	Датум примене
Нето трансакциони депозити		
0 до 13.3 милиона долара	0	23.1.2014.
Од 13,3 милиона долара до 89.0 милиона долара	3	23.1.2014.
Преко 89 милиона	10	23.1.2014.
Орочени јавни депозити	0	27.12.1990.
Евровалутне обавезе	0	27.12.1990.

Извор: <http://www.federalreserve.gov/apps/reportforms/default.aspx>

9.3. Толерантна монетарна политика ФЕД-а у време финансијских криза

Кад је реч о стратегији коју примењује Фед, треба рећи да се кроз новију историју одвијала у релацијама када су Фед званичници у претходним временима финансијских криза давали већу тежину циљаној каматној стопи Федералних резерви која је “јурила” инфлацију. У последњем најновијем периоду имамо Фед-ову монетарну стратегију кроз ситуацију да у времену глобалне финансијске кризе камате више “не јуре” инфлацију, већ су на сцени алтернативни модели подршке финансијском систему. Ти модели су нпр. квантитавне олакшице (КЕ) од стране Федералних резерви САД. Истина, инфлација као кључни индикатор стратегије монетарне политике Фед-а у САД је сувише укорењена и стално се прелама у њеној историји. Уосталом, кроз монетарну историју САД, на овај или онај начин, на сцени је углавном доста толерантна стратегија монетарне политике Фед-а. Типичан пример за то су чланови владе САД, Фед званичници и администрација председника Никсона, који су тврдили да је Фед већим делом 70-их година спроводила монетарну политику која није била осетљива на политичке притиске за већи раст новца, што доказују ниже, једноцифрене каматне стопе од око 5-8%. Као доказ за то имамо и да главна каматна стопа Фед-а пада 1976. године упркос томе што су инфлација и незапосленост у порасту. Ова ситуација представља потпуно одступање од логике монетарне праксе кроз приступ толерантне монетарне политике ФЕД-а током посматраног периода.

Иначе, овај период у САД многи економисти зову и делимична пристрасност ка инфлацији од стране Фед-а. Федералне резерве стимулишу запошљавање “у покрету” до времена када јавност постаје забринута због растуће инфлације. Након тога Фед агресивном каматном политиком покреће циклус којим инфлација иде надоле. “Велика инфлација” је достигла врхунац од 27% средином 1970-их, а у просеку је износила 13% годишње током целе те деценије.¹³⁵ Скоро до краја 70-их година била је присутна доза скептицизма да би само монетарна политика могла да контролише инфлацију. Чак је и Артур Бернс, ондашњи председник Управног одбора Федералних резерви од 1970 до 1978. године, био доста песимистичан по овом питању. Опрезност економиста у САД се испоставила исправном, а као доказ имамо да је у раним 1970-им раст производних капацитета привреде успорен. По неким рачунима, покушај Федералних резерви да убрза економски опоравак тзв. *ad hoc* монетарном политиком на крају је резултирао деценијом високе инфлације. Сигурно да је овој ситуацији допринела на неки начин и толерантна монетарна политика ФЕД-а, током ових кризних година.

Прекретницу представља долазак Пола Вокера, председника Управног одбора Федералних резерви, који у августу 1979. године био одлучан да предузме агресивну акцију против инфлације, првенствено путем главне каматне стопе Феда као оријентира. Главна каматна стопа је 1979. године порасла за 3% и износила је 11,79%. У том стилу је ишла и стопа Федералних резерви 1981. године када је достигла свој највиши ниво од чак 16,38%. Заправо тек крајем 1970-их је Фед под новим председником Полом Вокером “затегав” монетарну политику да би инфлација пала. Чак и након обарања инфлације средином 1980-их, дугорочне каматне стопе су и даље биле релативно високе.

Као подстрек изабраној монетарној политици од средине 80-тих година најмањи раст каматних стопа на десетогодишње државне обвезнице смо имали када је инфлација била најнижа, и обратно. Ондашњим трендом монетарне политике у 80-тим планирано је било да се стави већи нагласак на контролу новца у борби против инфлације, а као конкретан прилог овој политици имали смо најмањи раст каматних стопа на десетогодишње обвезнице у посматране три деценије, (Табела 32).

¹³⁵ King Mervyn, 2005, *“Inflation targeting debate”*, National Bureau of economic research-Studies in Business Cycles, The University of Chicago Press, Vol. 32, Chicago and London, p. 11.

Табела 32. Тренд раста/пада каматне стопе на десетогодишње државне обвезнице САД у периоду 1960-1980. године

Година	Каматне стопе на десетогодишње државне обвезнице (interest rate on ten-year Treasuries), (у %)	Инфлација (CPI)
Средина 80-их	4 (паст)	3,55
Средином 70-их	10 (паст)	9,19
Средина 60-их	8 (паст)	1,58

Извор: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/yieldmethod.aspx>, доступно дана 20.02.2013.

Иначе, историја монетарне стратегије САД показује да са растом инфлација следи виша номинална каматна стопа. Ова изузетно оштра монетарна политика крајем 70-тих изазвала је велику рецесију, да би је после две године само продубила. Истина, и овде запажамо смер толерантности монетарне политике Федове стратегије које поткрепљујемо врло честим сменама у оперативним процедурама, а који је подразумевао већу спремност да се прихвати колебљивост главне каматне стопе која се преливала на краткорочне каматне стопе.

Деценијама су банкарџи у САД мислили да је монетарна политика била најефикаснија када је јавност била “мутно” свесна стратегије која се користи. Као потврду тога имамо податак да се ипак прикривала изабрана актуелна монетарна стратегија, било да је реч о примени толерантне или рестриктивне монетарне политике. И овде запажамо извесну дозу толерантности на овакво понашање ФЕД-а од стране законодавне, а посебно извршне власти ФЕД-а, током низа деценија па до данашњих дана. Као доказ за то имамо практично понашање Комитета за операције на отвореном тржишту, познат као FOMC. FOMC није давао изјаве, већ тек након неколико састанака FOMC-а, до 1994. године, и није их давао ни после сваког састанка до 1999. године. То нам непосредно указује и најновије истраживање кроз ниво комуникација и одлучивања Фед-а у САД на пример период објављивања записника, кроз упоредни преглед са најважнијим банкама у свету 2007. године, који је актуелан до данас, (Табела 33).

Табела 33. Комуникација и одлучивање међу најважнијим банкама у свету 2007. године

	FOMC (САД)	ЕЦБ (ЕУ)	BoC (Канада)	BoE (Уједињено Краљевство)
Број чланова Одбора	12	18	6	9
Објављивање	Одмах	Одмах	Одмах	Одмах
Објављивање гласања	Одмах	Не	Не	за минут
Записник објављен	Три недеље после састанка	Не	Не	Две недеље после састанка

Извор: Mayes G. David, Toporowski Jan (2007), *Open market operations and Financial markets*, Routledge Taylor and Francis group, Abingdon, p. 91

Карактеристично је да смо кроз примењену монетарну стратегију Фед-а у време финансијских криза, па и последње глобалне финансијске кризе, имали висок степен монетарне стимулације, а тиме и толерантне монетарне политике ФЕД-а. Наравно, у основи, ове ниске каматне стопе Фед-а произилазе из ниске дугорочне стопе, а присутна су очекивања да ће краткорочне каматне стопе остати ниске за дужи временски период. Посао америчке монетарне политике, у складу са савезним Законом о Федералним резервама, јесте да обезбеди монетарне и финансијске услове за максималну подршку запошљавању као и стабилне цене. Као што смо напоменули раније, Фед има експлицитни двоструки мандат. Монетарна политика има за циљ да на тај начин постави краткорочне стопе, тако да снабдевање штедње буде једнако потражњи за улагање на начин који олакшава америчкој привреди да достигне максималну запосленост и стабилност цена. Овим је потврђена јасно артикулисана, и пре свега толерантна монетарна политика у условима криза и рецесија која је исказана и у академским радовима Кругмана (Krugman 1998), Егертсон, Вудфорда (Eggertsson and Woodford 2003), Вернинга (Werning 2011) и других-да се обезбеди високо акомодативна монетарна политика сада и на дужи временски период у будућности.

Оно што можемо истаћи као поуку из досадашњих финансијских криза у САД јесте да се инфлација може контролисати од стране монетарне политике, али је на дужи рок стопа незапослености и привредног раста одређена пре свега немонетарним факторима. Са аспекта данашњих услова, у САД, по нашем мишљењу, FOMC мора вагати предности и ризике одржавања актуелне толерантне монетарне политике Фед-а које истина

гаји деценијама, уз признање да стил ове монетарне политике, доприноси финансијској неравнотежи и нестабилности.

Уосталом, пред нама је списак историјских радњи кретања курса каматних стопа предузетих од стране Америчких Федералних Резерви и Комитета за операције на отвореном тржишту FOMC-а, који доказује смер толерантне монетарне политике и ниских каматних стопа током низа деценија примене у САД 1955-2012. године. Комитет (FOMC) контролише снабдевање кредита банкама и продаје/или купује хартије од вредности управљајући каматном стопом Федералних резерви у складу за актуелним задацима монетарне политике. Конкретно, ФЕД циља каматну стопу (Federal funds rate). Ово зависи од тога да ли се у економији убрзава инфлација или је присутно успоравање привреде (рецесија). Конкретно, просечна каматна стопа на Федералне резерве током посматраног периода је била 5,28% уз просечну инфлацију у САД од 3,90%, (Табела 34).¹³⁶

Табела 34. Курс каматне стопе Федералних резерви САД и стопе инфлације кроз историју у периоду 1955-2012. године

Год.	Каматна стопа	Инфлација	Год.	Кама. стопа	Инфлација	Год.	Каматна стопа	Инфлација	Год.	Каматна стопа	Инфлација
1955.	1,79	0,4	1972.	4,43	3,6	1989.	9,22	5,2	2006.	4,96	2,1
1956.	2,73	3,0	1973.	8,73	9,4	1990.	8,10	5,7	2007.	5,02	4,3
1957.	3,11	3,6	1974.	10,50	11,8	1991.	5,69	2,6	2008.	1,93	0,03
1958.	1,57	1,4	1975.	5,82	6,7	1992.	3,52	3,3	2009.	0,16	2,63
1959.	3,31	1,0	1976.	5,05	5,2	1993.	3,02	2,5	2010.	0,18	1,63
1960.	3,22	1,7	1977.	5,54	6,8	1994.	4,20	2,8	2011.	0,10	2,93
1961.	1,96	0,7	1978.	7,93	9,3	1995.	5,84	2,7	2012.	0,14	1,59
1962.	2,71	1,3	1979.	11,19	13,9	1996.	5,30	3,0			
1963.	3,18	1,6	1980.	13,36	11,8	1997.	5,46	1,6			
1964.	3,50	1,0	1981.	16,38	8,4	1998.	5,35	1,7			
1965.	4,07	1,9	1982.	12,26	3,7	1999.	4,97	2,7			
1966.	5,11	3,5	1983.	9,09	4,2	2000.	6,24	3,7			

¹³⁶ Напомена: Ефекат кашњења (time lag) у САД кроз утицај на економију преко Fed Funds rate може да потраје 12 до 18 месеци. Да би циљана каматна стопа могла да се планира толико унапред, Федералне резерве запошљавају 450 експерата, од којих је половину чине економисти.

1967.	4,22	3,6	1984.	10,23	3,5	2001.	3,89	1,1			
1968.	5,66	4,4	1985.	8,10	3,9	2002.	1,67	2,6			
1969.	8,20	6,2	1986.	6,81	11,5	2003.	1,13	1,9			
1970.	7,18	5,3	1987.	6,66	4,0	2004.	1,35	3,0			
1971.	4,66	3,3	1988.	7,57	4,7	2005.	3,21	4,0			

Извор: Подаци доступни на адреси сајта <http://www.forecast-chart.com/forecast-inflation-rate.html>, доступно дана 28.12.2013.

9.4. Монетарна стратегија Фед-а у условима глобалне финансијске кризе

Када је глобална економска и финансијска криза погодила привреду САД 2007. године, привреда је имала снажан привредни раст. Бен Бернанке је, као актуелни председник Управног одбора ФЕДа, у првом моменту предузео „акомодативну“ монетарну политику снижавањем стопе Федералних резерви за пола процентна поена јуна 2007. године са 5,25% на 4,75% септембра 2007. године, упркос расту инфлације. Ова акција монетарне политике је била веома неуобичајена с обзиром да смо имали јаку економију, а с друге стране растућу инфлацију. У прошлости би Федералне резерве обично почеле спроводити тзв. лабавију политику тек када би привредни раст значајно успорио или привреда ушла у рецесију. ФЕД је смањивао каматну стопу како се у САД финансијска криза погоршавала. Карактеристична је појава која се догодила на врхунцу финансијске кризе крајем 2008. године када су Федералне резерве смањиле стопу федералних фондова у распону од 0,00 до 0,25% на најнижи ниво. (Табела 35). Тренд каматних стопа од стране Комитета за отворено тржиште као агенције Федералних резерви је настављена у истом темпу, јер је задржао своју циљну стопу за преконоћне позајмице између банака (Federal funds rate) у опсегу од 0,00-0,25%. Иначе, у јануару 2012. године ФЕД је експлицитно увео 2% (+1/2) циљану инфлацију и повезао будућу каматну стопу са стопом незапослености у САД.

Табела 35. Каматна стопа на Федералне резерве (Federal funds rate) 2007-2008. године

Период	
Јун 29. 2007.	5,25
Септембар 18. 2007.	4,75
Октобар 31. 2007.	4,50

Децембар 11. 2007.	4,25
Јануар 22. 2008.	3,50
Јануар 30. 2008.	3,00
Март 18. 2008.	2,25
Април 30. 2008.	2,00
Октобар 8. 2008.	1,50
Октобар 29. 2008.	1,00
Децембар 16. 2008.	0,00-0,25

Извор: Подаци доступни на адреси сајта:

http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm

Овим путем је канал каматне стопе у периоду 2007-2009. године затворен од стране ФЕДа, али, с друге стране, ФЕД, покушава да додатно стимулише агрегатну тражњу путем тзв. квантитавних олакшица (QE), као директна подршка актуелној акомодативној монетарној политици. Уосталом, главна одлика стратегије монетарне политике, где је историјски повећањем камата поништавана већа инфлација, је ствар прошлости. Данас у условима где је главна каматна стопа достигла доњу границу, ФЕД води такву стратегију монетарне политике где путем алтернативних метода ублажава пад потрошње и запослености кроз додатни монетарни подстицај куповином дугорочних хартија од вредности, нарочито државних хартија од вредности и хипотекарних хартија од вредности (MBS)¹³⁷, које издаје влада и агенција дуга на отвореном тржишту. А када није постигнут опоравак какав се очекивао, ФЕД је повећао куповину активе, са темпом од 85 милијарди долара месечно, што је имало за последицу раст биланса стања ФЕДа. Све ово је за последицу имало смањење дугорочних каматних стопа, као и оних на хипотеке за куповину кућа и рефинансирање.

Због свих ових околности Федералне резерве САД у условима последње финансијске кризе делују у традиционалној улози као провајдер ликвидности и последњег уточишта банкарског система. Федералне резерве без преседана спроводе повећање свог кредитног капацитета да би обезбедиле ликвидност на финансијским тржиштима кроз пласмане банкарским институцијама. Да би подстакао додатно задуживање, ФЕД поставља рокове привремених аукција у којима се кредити пласирају по стопи утврђеној конкурентним аукцијама. Ово је омогућило банкама да се задужују по стопи мањој од есконтне стопе, а утврђене конкурсом, и све то

¹³⁷ Mortgage-backed security.

без затезне камате. Терминске аукције (Term Auction Facility) су почеле са износом од 20 милијарди долара, али како се криза погоршавала, америчке Федералне резерве су подигле ове износе на преко 400 милијарди долара. У циљу подршке економском опоравку САД, амерички Конгрес и Бушова администрација су донеле акт у 2008. години. Његова најважнија одредба је стварање Трезора имовине кроз реалан план (Treasury Asset Relief Plan-TARP). Администрација је овластила трезор да потроши 700 милијарди долара за куповину хипотекарних средстава из проблематичних финансијских институција или да убризга капитал у банкарске институције. Поред тога, закон је привремено подигао износ осигураног депозита на савезном нивоу од 100.000 долара на 250.000 долара како би се ограничило подизање новца из банака, а посебно осигурали ново примљени депозити.¹³⁸

Практичну потврду акција које је спроводио ФЕД имамо кроз промоције куповине комерцијалних папира ФЕДа. До краја 2008. године Федералне резерве су купиле 300 милијарди долара државних хартија од вредности, око 170 милијарди дуга обавеза агенција и 1,25 трилиона долара агенције MBS. У том процесу је “убризгано” око 1,2 трилиона долара резерви у финансијски систем САД, што је повећање од нормалног нивоа од око 15 милијарди долара током неколико година непосредно пре кризе. Током 2010. године ФЕД купује 600 милијарди долара углавном краткорочних обвезница које издаје САД. У циљу подршке ликвидности банкарског система и привреде, исти тренд је настављен 2011. године кроз продужење рочне структуре средстава Федералних резерви САД. Све у свему, од почетка кризе до 2013. године, Федералне резерве САД су “убризгале” око 2,5 трилиона долара ликвидности у финансијски систем САД кроз куповину хипотекарних хартија од вредности, дуга агенција и обвезница и др. Ова цифра ће порасти изнад 3 билиона долара, како се процењује да ће бити почетком 2014. године. За период од 2007. до 2009. године доминантан удео чине обвезнице које издаје САД, а од 2008. до 2009. године доминантан удео чине програми за ликвидност и сл. У периоду од 2009. године до половине 2013. године доминантан удео чине обвезнице које издаје САД и куповина хипотекарних хартија од вредности, док мањи део чине дугови агенција, програми за ликвидност и остало, (Табела 36).¹³⁹

¹³⁸ Видети исто: Mishkin S. Frederic, 2012, *“Macroeconomics policy and practice”*, Addison-Wesley, Boston, p. 381-384.

¹³⁹ Подаци преузети из Борда Федералних резерви.

Табела 36. Квантитативни програми Америчких Федералних Резерви у периоду 2008-2012. године

Новембар 2008.	ФЕД купује 175 милијарди долара дужничких хартије од вредности агенција, 300 милијарди долара америчких државних обвезница и 1,25 трилиона долара агенције MBS
Новембар 2010.	ФЕД врши куповину 600 милијарди долара углавном краткорочних обвезница које издаје САД
Септембар 2011.	Продужење рочне структуре средстава Федералних резерви
Септембар 2012.	ФЕД купује 40 милијарди долара хипотекарних хартија од вредности агенције и 45 милијарди долара дугорочних обвезница

Извор: *The Federal Reserve's exit strategy: How will it unfold (jun 13, 2013)*, TD Economics на основу података Борда Федералних резерви или доступно на адреси сајта www.td.com/economics, доступно дана 18.07.2013., р. 1-3

Како се предвиђа у наредним годинама ће централна банка САД манипулисати подршком економском расту услед повећања потенцијала за инфлацију. То ће се постићи акомодативном монетарном политиком уз могућност да Федералне резерве неће почети да сужавају своје куповине обвезница најраније до 2015. године, јер је економски опоравак привреде САД евидентан, али ипак скроман. У претходном периоду дошло је до преседана кроз повећање биланса Федералних резерви, који је настао кроз куповину активе. Тај новац није генерисао инфлаторни притисак због економског вишка, релативно доброг стања на тржишту кредита и инфлаторних очекивања која су била добро усидрена. Међутим, иако се економска ситуација у САД побољшава, то се може брзо променити. Укратко, ризик од инфлације у средњем року је увек присутан. Истина, централна банка САД има непоколебљиво опредељење за стабилност цена. ФЕД званичници су у више наврата приметили да њихова способност утиче на запошљавање и зависи од стабилности инфлаторних очекивања и репутације Федералних резерви. Уосталом, актуелни трендови и прогнозе економских индикатора САД, то показују, (Табела 37).

Табела 37. Актуелни трендови и економске прогнозе БДП-а, стопе незапослености и потрошачких цена САД у периоду 2010-2016. године

Индикатор	Актуелни			Прогноза			
	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Бруто домаћи производ	\$14.77 9	\$15.05 2	\$15.47 1	\$15.68 8	\$15.80 8	\$16.44 4	\$16.44 4

% Промене од пре годину дана	2,5	1,8	2,8	1,4	0,8	1,9	2,0
Стопа незапослености	9,6	8,9	8,1	7,4	7,2	7,6	7,8
Потрошачке цене, 1982.	218,1	224,9	229,6	233,0	238,2	245,7	255,1
% Промене од пре годину дана	1,6	3,1	2,1	1,5	2,2	3,1	3,8

Извор: <http://www.e-forecasting.com/Estore.htm>, доступно дана 17. новембар 2013.

9.5. Тест за мере монетарне политике Америчких Федералних Резерви САД, пре и после коронавирусне кризе¹⁴⁰

Монетарна политика ФЕД-а имала је само користи од њених наслеђених политика у прошлом периоду, првенствено кроз дуго задржавање каматне стопе близу нуле, тзв. дубоко релаксирана монетарна политика, која се дешавала у периоду након коронавирусне кризе током 2020. године. Да ли ће ФЕД коначно добити шансу да подигне ниску стопу инфлације ближе његовом циљу на дуги рок и да ли ће му пружити посткоронавирусна криза до данас или не. Посебно је питање које постављају монетаристи онда и сада после тих искустава и колико је таква монетарна политика ефектна. Систем федералних резерви је високо децентрализован систем и функционише као дванаест одвојених централних банака које међусобно сарађују од 1913. године када су основане. Треба рећи да је ФЕД поприлично независан и да је један од најнезависнијих централних банака у свету. Ипак, ФЕД није у потпуности независан од политичких притисака.¹⁴¹ Оно сто истиче Бен Бернанке бивши председник федералних резерви САД-а је, да сумња да ће ФЕД држати дуго

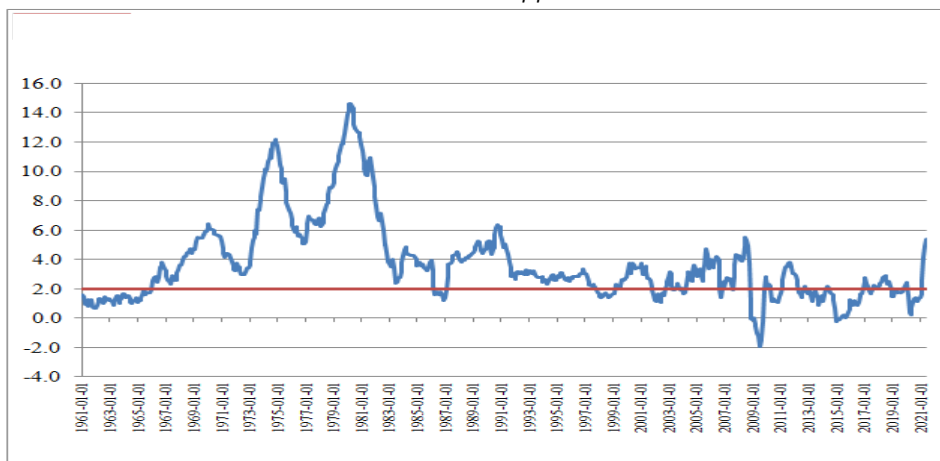
¹⁴⁰ Сиљковић Борис, Дедовић Недељка, Дедовић Михаило, Тест за монетарне мере Америчке централне банке (ФЕД-а) – искуства и поуке у доба коронавирусне кризе, Економски сигнали, Лепосавић, Висока економска школа струковних студија Пећ у Лепосавићу, 2020, 15(1)', стр. 107 -122, Преузето са <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/1452-4457/2020/1452-44572001107S.pdf>

¹⁴¹ Мисхкин, Ф.С. & Еакинс, Г.С., (2005). Финансијска тржишта И институције, или кроз превод, Финанцијал маркетс анд институтионс, Мате и Загребацка школа економије и менаџмента, Загреб, , стр. 150-161.

овако ниске каматне стопе федералних резерви које ефикасно контролише на нули "прилично дуго", јер настоји да подигне инфлацију до циља од 2% и врати тржиште рада до пуне запослености.

Ако то посматрамо данас и упоредимо са претходним информацијама из перспективе 2025. године Федералне резерве последњи пут су смањиле циљни распон за краткорочне каматне стопе за четвртину процентног поена на децембарском састанку 2024, на ниво између 4,25 и 4,5 одсто. Током 2024. године, ФЕД је смањио каматне стопе укупно за један процентни поен, због смањеног инфлаторног притиска и жеље да монетарна политика мање оптерећује економски раст. Камате су трошак, односно цена коју плаћате за позајмљени капитал и тренутно делују умерено рестриктивно, у односу на период коронавирусне и пост коронавирусне кризе, што значи да врше благи притисак на инфлацију. Отуда није могуће прецизно одредити тренутак када ће ФЕД променити референтне стопе, али како их је важно задржати неко време. То ће омогућити анализу економских показатеља пре доношења даљих одлука

Слика 12. Каматне стопе ФЕДа 1961-2021. године



Извор: Инфлација у САД-илузија шире лике, Преузето са линка
<https://www.bife.ba/2021/09/02/inflacija-u-sad-iluzija-sire-slike/>

Ера ниских каматних стопа започела је под председавањем Америчких федералних резерви Алена Грееспена (Алан Греенспан). У свом 19 годишњем мандату од 1987 до 2006. године, под његовим председавањем, САД је имао невиђени економски раст, буџетски суфицит и процват берзе. У његовој ери председавања 2000. године грађани САД су имали више поверења него у актуелног председника ФЕД-а у Јеромеа Повелла (Јероме Повелл) тада 2020. године. Гринспан је једноставно тада имао пуно више "муниције". Краткорочне каматне стопе које ефективно контролише ФЕД биле су изнад 6 одсто крајем 2000., и ФЕД је тада завршио

снижење каматних стопа за око 5 процентних бодова - што је, како се показало, још увек било недовољно за спречавање великог пада акција и рецесије тада. ФЕД-ов простор за манипулисање каматним стопама март - април 2020. године је знатно мањи, јер су камате већ испод 1 одсто (**Слика 12**), а док је простор за краткорочне каматне стопе у Европи развијених економија знатно мања, нпр. Европска централна банка, заправо, уопште нема простора за даље смањење.

Добра вест је била да макро / монетарни економисти и централни банкарни нису избацили све оно што су научили у последњих четрдесет година. Овим је посао централних банкара нарочито узбудљив. Све ово отвара простор за употребу и других разноврсних монетарних алата централне банке из вишедеценијског искуства из САД.¹⁴² То даје простор за неко даље истраживање, као и давање одговора на питање – шта после периода коронавирусне кризе и данас где се налазимо током 2025.године и даље у будућности и САД и ЕЦБ-европске монетарне зоне и наше Народне банке Србије.

¹⁴² Mishkin, F.S. (2011, February), Monetary policy strateg Lessons from the crisis, NBER Workin paper series, 16755, Natonal Bureau o f economic research, Massachusetts Avenue, p.p.48, доступно: 19.04.2020, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/fm.pdf>

III ПЕРФОРМАНСЕ МОНЕТАРНИХ СТРАТЕГИЈА У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ

Пратећи монетарну историју, основна одлика изабраних монетарних стратегија од краја 80-тих година 20. века до 2013. године су представљене кроз перформансе деловања централних банака економија у транзицији. У том контексту коришћена су искуства разних економија у транзицији кроз (не)адекватност стратегије монетарног таргетирања, таргетирања номиналног дохотка/БДП, таргетирања инфлације и коегзистенције и некоегзистенције таргетирања девизног курса и таргетирања инфлације. Специфичности модела изабраног концепта девизног курса произвеле су валутне кризе у појединим економијама, првенствено Латинске Америке и Азије. Дискусија у погледу монетарних стратегија се развијала кроз анализу независности централних банака у функцији контролисања инфлације коју је пратио концепт циљања инфлације у изабраним економијама. Посебно су истакнута ограничења и предности маневарског простора монетарне стратегије коју је пратио избор валутног одбора и евроизације као начина монетарног осамостаљивања. У том контексту анализирани су различитости изабраних монетарних стратегија те њихова основна одлика је да не постоји универзални одговор за монетарну стратегију због околности које постоје у тим економијама. Истина, искуство показује да у земљама у транзицији најбољи макроекономски индикатори у периоду 2000-2012. године су постигнути у економијама које су одабрале концепт валутних одбора или евра и/или чврстих девизних курсева, па тек онда остали.

10. Историјска искуства са разноврсним стратегијама монетарне политике у земљама у транзицији

10.1. Адекватност стратегије монетарног таргетирања у земљама у транзицији

Већина економиста изражава сумњу у адекватност стратегије монетарног таргетирања у земљама у транзицији. Разлоге за то првенствено треба тражити у неизбежној нестабилности тражње новца током транзиционог периода и у могућности пробијања зацртаног девизног курса током стабилизације засноване на монетарном агрегату. Искуства појединих земаља (Перуа или Мексика, нпр.) илуструју тешкоће које нестабилност односа новац-инфлација ствара монетарном таргетирању, што не значи да монетарни таргети немају улогу у спровођењу монетарне политике.¹⁴³

У Перуу је током 90-их година концепт стабилизације путем примене режима монетарног таргетирања био заснован на новцу, уз пуну координацију централне банке и Министарства финансија Перуа. Кључни елеменат перуанске стабилизације били су слободно пливајући девизни курсеви, уз пуну конвертибилност валуте. То је значило: а) стабилност цена као циљ; б) кредите влади или држави, који су иначе били забрањени; в) немогућност постојања вишеструких курсева; г) елиминисање плафона у кретању каматних стопа и д) једнократна прилагођавања административних цена.

Стабилизациони програм Перуа је прошао кроз три фазе. Прва фаза почиње августа 1990. и траје до краја 1992. године, а инфлација је са нивоа од 7649,7% сведена на 56,7%. Овакав резултат је постигнут захваљујући

Mishkin, F.S. (2011, February), Monetary policy strateg Lessons from the crisis, NBER Workin paper series, 16755, Natonal Bureau o f economic research, Massachusetts Avenue, p.p.48, dostupno: 19.04.2020, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/fm.pdf>

¹⁴³ О томе видети исто: Лакић С., 2006, "Инструментаријум монетарог менаџмента", Економски факултет, Подгорица, стр. 156.

чврстој контроли јавне потрошње од стране Комитета за управљање државним новцем, значајним реформама пореског система и одлучним процесом приватизације. У овој фази перуанске монетарне власти користе стопу промене у бази новца као зависне варијабле. Друга фаза је трајала од 1993. до краја 1996. године. Кључно место у овој фази стабилизације припада централној банци, за коју је јануара 1993. године уведен правни оквир кроз давање више независности, односно слободе овој монетарној институцији. Циљ перуанске централне банке је стабилност цена, па се у том смислу од 1994. године објављује таргет за годишњу стопу инфлације. Од тада перуанска централна банка користи стопу раста новца као интермедијарну мету. Треба истаћи да су операције на отвореном тржишту главни инструмент централне банке.

Захваљујући овим активностима Централне банке Перуа, инфлација је са 56,7% у 1992. години оборена на 11,8% у 1996. години. Последња фаза монетарног таргетирања је почела 1997. године, када је инфлација имала једноцифрени ниво од 6,5%, и достигла је 2001. године, висину од -0,1%. Резултати показују да је остварена стопа инфлације у овој земљи одступала само 1996. и 2001. године када концепт монетарног таргетирања није резултирао жељеном инфлацијом, (Табела 38).

Табела 38. Остварена инфлација и таргетирани распон инфлације у Перуу
1990-2001. године

(у %)		
Година	Инфлација (крај године)	Таргетирани распон инфлације
1990.	7.649,7	-
1991.	139,2	-
1992.	56,7	-
1993.	39,5	-
1994.	15,4	15-20
1995.	10,2	9-11
1996.	11,8	9,5-11,5
1997.	6,5	8-10
1998.	6,0	7,5-9,0
1999.	3,7	5-6
2000.	3,9	3,5-4
2001.	-0,1	-

Извор: Corbo, Vittorio, Hebbel, Schmidt Klaus (setiembre 2001), *Inflation targeting in Latin America*, NO 105, Banco Central de Chile, Santiago De Chile, str. 53

Коефицијенти јаза инфлације, који су значајно мањи од један, ипак указују на акомодативно понашање монетарних власти Перуа. На основу наведених резултата можемо закључити да монетарни орган није у потпуности посвећен главном циљу. Уосталом, иако је од краја 1993. године перуанска централна банка користила процену тражње за новцем, никада га није саопштавала јавности. Била је свесна колебљивости примарног новца у доларизованој економији какав је био Перу. Упркос резултатима које су оствариле перуанске монетарне власти, оне нису објављивале таргет за монетарне агрегате нити било какво правило као могуће сидро за очекивану инфлацију. Овим би се перуанска монетарна политика могла означити као дискрециона и није била другачија од високо индустријализованих економија, које нису користиле инфлационо таргетирање.

Словенија може послужити као врло интересантан пример примене концепта монетарног таргетирања због тога што је реч о европској земљи која је бивша чланица заједничке државе, Социјалистичке Федеративне Републике Југославије (СФРЈ). У примени концепта монетарног таргетирања у Словенији су се издвојила три периода. Треба нагласити да је Словенија из бивше Југославије наследила хиперинфлацију. После проглашења независности 1991. године уведена је нова валута, толар, што је требало да допринесе стабилизацији цена. Стабилизациона политика је била базирана на остваривању средњег циља за М1, док је новац био оперативни циљ. Стратегија је успешно спроведена кроз довођење инфлације на једноцифрени ниво. Истина, фискална политика је у великој мери допринела таквом исходу кроз регистроване вишкове буџета у периоду 1993-1996. године. Конкретно, приликом спровођења монетарне политике, Централна банка Словеније је у првом периоду (1994-1995. године) таргетирала примарни новац. Контролом примарног новца банка Словеније прибегава стерилизацији вишка ликвидности продајом записа ЦБ (Централне банке). Треба рећи да су каматне стопе у том периоду биле административно постављене. Други период се спроводи 1996. године, када се врши циљање монетарног агрегата М1, док трећи период почиње годину дана касније, када се у улози номиналног сидра налази агрегат М3. Јасан циљ Банке Словеније у том периоду је прво М1 па М3, иако чува базу новац као оперативни таргет. Да би побољшала кредитбилитет своје политике, Банка Словеније (BS) је почела да јавно објављује своје циљеве за М3 у 1997. години. Циљ је био постављен у смислу релативно широког спектра годишњег раста у последњем кварталу М3 за текућу годину. Овако широко постављена маргина обезбедила је задовољавајући степен

дискреције Банке Словеније, све у циљу смањења инфлације и побољшања спољне конкурентности. Банка Словеније користи монетарне агрегате (прво М1 па М3) да би сачувала унутрашњу равнотежу, а кроз интервенције у курсној политици одржава екстерну равнотежу.

Сагледавајући циљане и остварене стопе раста М3 у периоду 1997-2001. године, долазимо до закључка да није дошло до одступања ових параметара, изузев у 2001. години када циљани таргет М3 одступа од остварене стопе. Смањење инфлације је било евидентно 1998. године када доживљава најнижу вредност, док је М3 почела да опада тек у другој половини 1998. године. Понашање М3 је било под утицајем промена у свом саставу компонента толара (удео девиза у М3 је опао за 33,1% у 1996. години до 23,8% у 1999. години). На ово треба додати депресијацију девизног курса током 1997-1998. године и шок узрокован повећањем ПДВ (порез на додату вредност). Смањење инфлације је било евидентно у периоду 1997-2001. године, али уз релативно висок једноцифрени ниво, (Табела 39). Крајем 2001. године у Словенији долази до промене монетарне стратегије, која је била ближа концепту таргетирања инфлације јер је почело објављивање средњорочног циља (4% до краја 2003. године).

Табела 39. Циљана и остварена стопа раста М3 и стопа инфлације у периоду 1997-2001. године у Словенији

Година таргетирања	Циљана стопа раста М3	Остварена стопа раста М3	Стопа инфлације
1997.	14-22%	20,9%	9,4%
1998.	18-26%	20,1%	6,5%
1999.	16-24%	16,0%	8,0%
2000.	12-18%	16,3%	8,9%
2001.	11-17%	23,9%	7,0%

Извор: Ђуровић Тодоровић Јадранка, Ђорђевић Марина (2011), *Монетарна стратегија*, Економски факултет, Ниш, стр. 90., and *Monthly Bulletin* (2002), various issues and *IMAD Spring and Autumn reports*, Bank of Slovenia, Ljubljana, str. 26

Уопштено посматрано, таргетирање монетарних агрегата у Словенији није дало жељене резултате и доживело је неуспех. Монетарно таргетирање није озбиљно спроведено, тако да није имало шансе за успех. Такође је настављена и растућа нестабилност између циљаних и остварених монетарних агрегата и првенствено инфлације или дохотка.

10.2. Искуства концепта таргетираног номиналног дохотка у транзиционим земљама

Када су монетарни агрегати још почетком 80-их година 20. века постали непоуздани, између осталог и због финансијских иновација, дошло је до већег интересовања за концепт таргетираног номиналног дохотка/БДП-а, посебно у развијеним економијама. Познати су и случајеви када се концепт таргетираног номиналног дохота/БДП-а предлаже као алтернатива у корпоративно структурираним транзиционим земљама. Дакле, концепт циљања, таргетирања номиналног дохотка /БДП-а значи да централна банка бира ниво номиналног дохотка или стопу раста као свој интермедијарни таргет и одлучује о акцијама своје монетарне политике на основу поређења између таргета и оствареног кретања нивоа номиналног дохотка/БДП-а. Данас велики број истакнутих економиста предлаже удаљавање од инфлационог таргетирања у корист номиналног дохотка/БДП-а. Међу запаженим економистима који овај концепт стављају у први план у најновијем посткризном периоду су: Ромер (2011), Самнер (2012), Франкел (2012), Рен-Луис (2013), Мајкл Вудфорд (2012), Кемп (2012), Гудхарт (2013) и др. Више-мање провизорна подршка за алтернативу циљања номиналног дохотка/БДП-а понуђена је и од стране нобеловца Пола Кругмана (2011). Уосталом, истакнуте централне банке у свету (првенствено Америчке Федералне Резерве (Фед), енглеска централна банка и Банка Канаде), такође имају изразито квалификовану подршку за идеју усвајања концепта циљања номиналног дохотка/БДП-а. Да подсетимо, више речи о томе било је у првом делу кроз теоријска схватања о примени концепта циљања номиналног дохотка/БДП-а, који се углавном односио на развијене економије.

Примену концепта таргетирања номиналног дохотка/БДП-а у транзиционим економијама прати неколико проблема. Врхунској монетарној установи је тешко да контролише номинални доходак с обзиром на дуга и променљива временска кашњења ефеката монетарне политике на ниво цена и реални аутпут (енг. Output), што у економији представља произведену укупну вредност свих добара и услуга. Отуда транзиционе економије имају озбиљне проблеме приликом остваривања овог задатка. Номинални доходак би требало да буде предмет значајне ревизије података, који се опет разликују за ниво цена и аутпут. Ово је главна примедба код алтернативе сидра циљања номиналног дохотка/БДП-а у неразвијеним транзиционим економијама.

Уосталом, сматра се да би таргетирање номиналног дохотка могло да доведе до погрешне интерпретације коначног циља централне банке или владе и министарства финансија. Уколико је монетарна политика

централне банке транспарентна и независна, оваква ситуација би могла да буде избегнута. Ова стратегија би могла да доведе до краткорочног неодређеног неподударања између цене и обима, чиме се ствара неизвесност у вези са инфлационом перформансом економије. Оваква ситуација се може претворити и у предност јер утиче на партнере који одређују зараде и цене да повећају међусобну координацију.

Универзални оперативни изазови присутни су не само код развијених, већ и код неразвијених транзиционих економија, што свакако утиче на монетарну политику.

Треба нагласити да се у већини земаља подаци о инфлацији износе на месечном нивоу, док су подаци о БДП-у доступни на кварталној основи. Штавише, подаци о БДП-у обично стижу са значајним закашњењем, уз значајне и негативне импликације за вођење далекосежне монетарне политике. Коначно, подаци о БДП-у су склонији ревизији у односу на податке о инфлацији. Тиме се повећава ризик за појаву погрешне информације о стању у привреди. Такође треба нагласити да таргетирање номиналног дохотка/БДП-а може замрачити крајњу одговорност за економске резултате и тиме смањити одговорност независних монетарних власти. Дакле, усвајање овог концепта умањује одговорност централне банке и подрива политичку основу за независну политику каматних стопа. Коначно, неизвесност креатора политике и политичка осетљивост преко реалног раста потенцијала привреде могли би значајно угрозити ефикасност циљања номиналног дохотка у пракси. Уосталом, имплементација циљањог дохотка/БДП-а захтева процену дугорочног раста потенцијала привреде, што је немогуће извести. Због свега наведеног, овај стратешки избор се препоручује корпоративним земљама у транзицији које су узнатредовале, а тешко се може прихватити као алтернатива за неразвијене транзиционе економије.

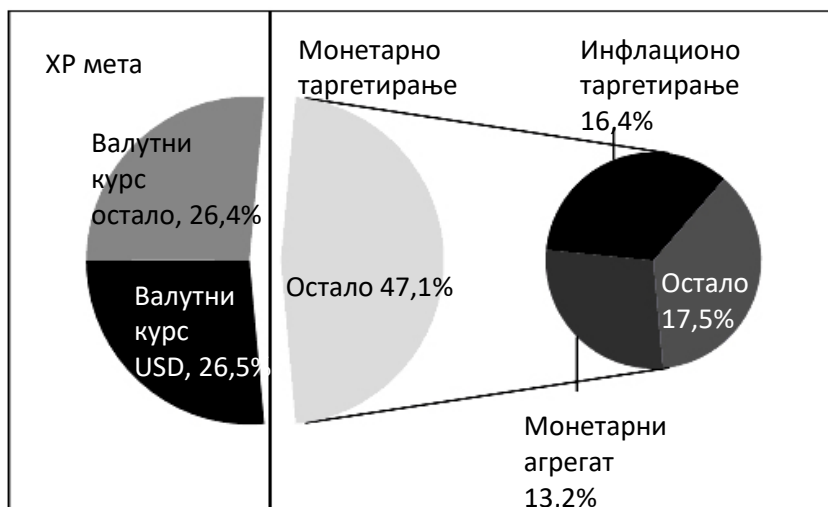
10.3. Коегзистенције таргетирања девизног курса и циљања

инфлације у земљама у транзицији

Већина чланица ММФ-а користи циљање девизног курса. Како економска теорија сугерише, оне имају тенденцију да егзистирају код малих отворених економија које данас стварају 20% светског БДП-а и углавном циљају амерички долар (мада је ова тенденција у паду током последњих неколико година). Уосталом, ако упоредимо податке ММФ-а из 2010. године, земље са мање развијеним финансијским тржиштима ($M2/БДП$ просек 0,3) имају тенденцију да користе монетарни агрегат као

сидро. Земље са развијеним финансијским тржиштима (М2/БДП просек 0,6) имају тенденцију да циљају инфлацију. И коначно, економије са високим нивоом кредибилитета, као што су чланице Европске уније, САД и Јапан, пред себе, у овом смислу, постављају више других циљева, (Слика 13).

Слика 13. Девизни курс и монетарно таргетирање



Извор: Jefferis Keith (2013), *Exchange Rate Policy and Monetary Policy Implementation*, IGC, International Growth Centre, p. 4., a na osnovu podataka Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2010

Све док су мете доследно дефинисане, у теорији нема разлике између таргетирања девизног курса и таргетирања инфлације. На пример, постоје земље са фиксним или снажно управљаним девизним курсом које су имале тенденцију постепеног прелаза ка флексибилнијем режиму девизног курса (нпр. Боцвана, Белорусија и др.). Иако су своје валуте везале за једну страну валуту или корпу међународних валута, оне су покушавале да спроведу и концепт циљања инфлације контролисаним одступањем од инфлације, прилагођавањем преко краткорочних каматних стопа. Истовремено постоје земље које користе инфлационо таргетирање (или су блиске концепту инфлационог таргетирања), које су постепено приближавале девизни курс ЕРМ оквиру (Словачка нпр.), или ће то учинити у будућности. Чешка Република ће у будућности бити ограничена ЕРМ механизмом.¹⁴⁴ Уосталом, ова држава није имала чврсту намеру да усвоји

¹⁴⁴ Напомена: Механизам је европски курс (ЕРМ) који је уведен од стране Европске заједнице у марту 1979. године као део европског монетарног система (ЕМС) у циљу смањења девизног курса, варијабилности и постизања финансијске

евро јер није била у стању да испуни мастрихтске критеријуме. Иначе, флукуације девизним курсом уласком у Европску монетарну унију морају бити потпуно уклоњене.

Коегзистенција инфлационог таргетирања са неким врстама курса је, барем неформално, присутна у многим земљама. Ове земље повремено покушавају да одређеним интервенцијама контролишу прекомерне осцилације курса (стерилизацијом прилива нпр.). Мађарска је до недавно препознавала две експлицитне мете: у погледу курса и инфлације. Ова земља је имала тзв. градуални и постепени приступ ка ИТ, па је мађарска централна банка 2001. године званично објавила вест о делимичном прихватању ИТ концепта. Тек фебруара 2008. године мађарска централна банка се одлучила на пливајући курс форинте. Процес транзиције је значио прилагођавање ЕРМ-2 и еуроадаптацијама.¹⁴⁵ Оно што је евидентно, прво одабир две мете кроз таргетирање девизног курса и ИТ, а потом потпуно усвајање концепта ИТ оквира у некадашњим источноевропским земаљама у транзицији у периоду 1999-2005. године имао је позитивне ефекте и произвео је силазни тренд инфлације, (Табела 40).

Табела 40. Просечна инфлација у Чешкој Републици, Пољској и Мађарској у периоду 1999-2005. године

Година	Чешка Република	Пољска	Мађарска
1999.	2,1	7,3	10,0
2000.	3,9	10,1	9,8
2001.	4,7	5,5	9,2
2002.	1,8	1,9	5,5
2003.	0,1	0,8	4,4
2004.	2,8	3,6	6,8
2005.	1,8	2,1	3,6

стабилности. У Европи је ЕРМ део припрема земље за економску и монетарну унију и увођење јединствене валуте, евра, који је уведен 1. јануара 1999. године.

¹⁴⁵ Напомена: Курсни механизам ЕРМ-2 представља завршну фазу операционализације теорије оптималног валутног подручја у оквиру европског интеграцијског процеса. Реч је о прелазном раздобљу, а то су постављени критеријуми као претпоставка уласка у еврозону и пуну монетарну интеграцију.

Извор: Dianu Daniel, Langu Larian (2006), Inflation targeting Between Rhetoric and Reality Tiger Working Paper Series, NO 96, Warsaw, p. 19

Суочавајући се са поменутиим дилемама, и неколико других земаља је пронашло излазне стратегије из режима које су увеле током прве фазе стабилизације и потражило већу флексибилност девизног курса макар у једној од две форме: зоне клизајућег девизног курса или експлицитни инфлациони таргети. У земљама које су их увеле, зоне клизајућег девизног курса су посматране као режим који делимично одржава улогу сидра за номинални девизни курс, истовремено обезбеђујући флексибилност која је усмерена на краткорочне шокове, уз значајну нестабилност међународних токова капитала. На инфлационе таргете се гледа као на транспарентни механизам преко којег се власти обавезују и дисциплинују своју монетарну политику без неизбежног излагања макроекономским трошковима везања валуте (currency peg). Типичан пример коегзистенције два сидра јесу земље попут Чилеа, Колумбије, Израела и Пољске.

Чини се да је најинтересантније искуство Пољске из периода трансформације од 1999. до 2010. године. Оно је било праћено повећањем отворености за токове капитала, са постепеним преласком са циљања девизног курса на циљање ИТ и монетарном независношћу. Почетком 1990. године уведен је фиксни девизни курс како би био успостављен кредибилитет у борби против хиперинфлације. Резултат је делимично постигнут, што је произвело губитак спољне конкурентности пољских произвођача. Из тог разлога је у мају 1991. године пољска валута злот девалвирала, а неколико месеци касније је уведен тзв. пузајући девизни курс. Овако постављен систем је представљао компромис између антиинфлаторне политике и јачања спољне конкурентности. Пробој у политици девизног курса спроведен је у мају 1995. године са флукуацијом од $\pm 7\%$. Разлог за то је делимична либерализација рачуна капитала у вези са приступањем ОЕЦД-у, у комбинацији са релативно високом домаћом каматном стопом, што је изазвало масован прилив страног капитала. Сходно томе, пољске власти су дозволиле повећану волатилност девизног курса. Током година које су уследиле, флукуације су неколико пута проширене и монетарна политика је била на путу ка ИТ оквиру. У 1998. години инфлација у Пољској је први пут од почетка трансформације имала једноцифрени ниво, табела 43. У истој години је новонастали Монетарни савет први пут увео средњорочни циљ за инфлацију, а у априлу 2000. године и пливајући курс злоте, (Табела 41).

Табела 41. Еволуција система девизног курса у Пољској 1990-2010. године

Период	Курсни систем	Карактеристике
Јан. 1990- окт. 1991.	Фиксни курс према долару и од маја 1991. године корпа од пет валута. Дејалвација у мају 1991. године од 16,8%.	Курс као антиинфлационо сидро.
Окт. 1991- мај 1995.	Девизни курс константно пада са месечном стопом дејалвације од 1,8% до 1,2%. Две дејалвације, 12% у фебруару 1992. године, а 8% у августу 1993. године.	Покушај да се помири дезинфлациона стратегија са одржавањем конкурентности на светском тржишту.
Мај 1995- април 2000.	Девизни курс са флукутацијом од $\pm 7\%$ до ± 15 . Пад месечне стопе дејалвације од 1,2 % на 0,3%. Ревалоризација централног паритета за 6% у децембру 1995. године.	Већа флексибилност кроз управљање приливом страног капитала. Расте независност монетарне политике.
Април 2000-	Пливајући девизно курсни систем.	Инфлационо таргетирање као оквир монетарне политике. Први циљ за инфлацију је уведен у јануару 1999. године.

Извор: *Bambula Piotr, Kozinski Witold and Rubaszek Michal (2011), The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy, Bank for International Settlements, Papers, NO 57, p. 286*

Током последњих неколико деценија централне банке неоспорно показују тенденцију увођења концепта таргетирања инфлације у комбинацији са флексибилним девизним курсом. Упркос популарности ИТ оквира, још увек је нејасно како флукутације девизног курса треба да буду укључене у доношење одлука приликом спровођења монетарне политике под инфлационим таргетирањем. Неки тврде да централна банка треба да реагује променама девизног курса само у мери у којој они утичу на инфлацију, док други заступају став да централна банка треба да у извесној мери циља девизни курс. Сходно томе имамо мишљења да у стабилним временима монетарна политика треба да реагује на флукутације девизног курса само у мери у којој оне утичу на инфлацију и аутпут (Output у економији представља укупну произведену вредност свих добара и услуга).

Намеће се закључак да не постоји “најбољи” оквир монетарне стратегије када је реч о економијама у транзицији. Уосталом, постоји широк спектар опција које могу бити искоришћене у различитим околностима. Употреба фиксног девизног курса је најпогоднија уколико је реч о веома малим и отвореним економијама или економијама са малим финансијским интеграцијама. Веома успешном се показала употреба девизног курса као номиналног сидра ако економије имају односе са великим трговинским партнерима. То је посебно погодно за земље извознице са јаким платним билансима, што може довести до нагомилавања резерви, чиме се обезбеђује флексибилност монетарне политике и може помоћи у спречавању од разних врста шокова. Искуства показују да је за већа и развијенија тржишта пожељан нешто флексибилнији курс, а оптималан је када се комбинује са активном монетарном политиком (нпр. таргетирањем инфлације). Без обзира да ли се ради о транзиционим или развијеним економијама, аранжман треба да буде пажљиво скројен да би била избегнута тзв. конфликтна политика.

11. Таргетирање девизног курса као честа монетарна стратегија транзиционих економија

11.1. Избор режима девизног курса у транзиционом периоду

У транзиционим економијама су монетарне и политичке институције веома слабе и у њима је забележен висок степен инфлације, а негде и хиперинфлације. У овим економијама је у претходном периоду таргетирање девизног курса био једини начин да се смање инфлациона очекивања а привреда стабилизује. Политику таргетирања девизног курса свакако треба да прати транспарентност као и структурне промене привреде. У Латинској Америци, балтичким земљама и другим економијама у транзицији учињен је значајан напредак у погледу траспарентности и независности монетарне политике управо стабилизационим програмима, што се поклапало са одабиром политике таргетирања девизног курса. Међутим, уколико ова мера изостане, велика вероватноћа је да ће таква политика таргетирања девизног курса доживети фијаско, што може довести до великих криза у тим економијама.

Свакако треба нагласити да транзиционе економије не губе много одричући се независне монетарне политике. Неадекватна институционална инфраструктура не омогућава коришћење дискреционе монетарне политике, па економије у транзицији зато могу мало да добију од независне монетарне политике. Због ових околности земљама у транзицији више одговара да прилагоде своју монетарну политику са ниском и стабилном инфлацијом. Као последње уточиште стабилизационе политике, у пет транзиционих економија је у периоду од 1992. до 1997. године коришћен неки облик формалног таргетирања девизног курса, и то у Аргентини 1991. године, Естонији 1992, Литванији 1994, Бугарској 1997. и Босни и Херцеговини 1998. године.

Вагнер (Wagner, 1998) је истакао да би за заустављање инфлације у неразвијеним транзиционим земљама концепт таргетирања девизног курса био добро решење. Монетариста Фредерик Мишкин (Mishkin, 2001) је кроз истраживање могућих стратегија монетарне политике у земљама у развоју (тзв. младих тржишта Латинске Америке) изабрао концепт таргетирања девизног курса као друго најбоље решење поред концепта инфлационог таргетирања. Уосталом, перформансе изабраних

транзиционих економија балтичког региона и Бугарске само потврђују тезу да је са концептом таргетирања девизног курса дошло до побољшања макроекономских индикатора, у односу на период пре примене (Табела 42).

Табела 42. Макроекономске перформансе изабраних транзиционих економија пре и током примене концепта таргетирања девизног курса

Земља	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.*
Бугарска					
ГДП	-2,4	1,4	2,5	-10,9	-9,0
Инфлација	63,9	121,9	32,9	310,8	730,0
Дефицит/БДП	10,9	6,6	6,8	16,7	-
Девизни курс лев/\$	32,7	66,0	70,7	495,7	2,100
Естонија					
ГДП	-8,6	-3,2	2,9	3,0	5,0
Инфлација	35,0	41,7	28,9	14,8	10,0
Дефицит/БДП	-1,4	0,0	-1,0	1,5	-
Девизни курс круна/\$	13,88	12,48	11,52	12,44	12,50
Литванија					
ГДП	-30,4	6,0	3,0	3,0	4,0
Инфлација	188,7	45,1	35,7	13,1	12,0
Дефицит/БДП	-0,8	1,8	1,0	-	-
Девизни курс литас/\$	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0

Напомена: За 1997. годину извршена је процена за све изабране економије.

Извор: Blejer M, Škreb M, 1999, *Balance of payment, exchange rates, and competitiveness in transition economies*, Kluwer Academic Publishers, Massachusetts, p. 112-113

Међутим, таргетирани девизни курс може бити опасан јер оставља простор за спекулативне нападе на националне валуте, што може имати штетне последице по њихове економије. И заиста, спекулативни напади на Мексико, Источну Азију и Аргентину проузроковали су велике валутне кризе које су свакако имале негативне последице по њихове економије.

11.2. Валутне кризе у земљама у транзицији

Експерти ММФ-а сматрају да се валутне кризе појављују када се догоди оштра девалвација националне валуте зато што су тада монетарне власти државе која има тај проблем принуђене да троше велика девизна средства за заштиту своје новчане јединице као и да повећавају каматне стопе и уводе разна ограничења на проток капитала. Познати амерички економиста Кенет Рогоф (Kenet Rogof), који долази из кругова ММФ-а, тврди да валутна криза наступа када курс неке валуте опадне за 15% у периоду од годину дана, а инфлација се у истом раздобљу повећа за више од 20%. Његов колега који долази из практичне бранше и послова које је такође обављао у ММФ-у сматра да се валутна криза испољава тек када нека валута ослаби за 25% годишње а инфлација премаши десетопроцентни ниво.¹⁴⁶

За потврду наведеног илустративно је искуство кризе у Мексику током 1994. године где су преко лабаве монетарне и фискалне дисциплине, уз престанак прилива страног капитала, били принуђени да девалвирају своју националну валуту пезос (peso) за 15%. Међутим, главни окидач ове кризе су политичке тензије у Мексику које су акумулиране током 1994. године и то је чињеница која је ретко приказивана. Уосталом, као реакција на такву ситуацију дошло је до побуне сељака у мексичкој покрајини Тисахуалпа и другог атентата на председничког кандидата владајуће странке. Овакву ситуацију је пратио прилично велики дефицит текућег рачуна економије Мексика, огромна кредитна експанзија, прецењеност курса мексичке валуте и знатан раст каматних стопа у САД.

Поменута девалвација у Мексику је произвела низ негативних последица. Као прво, девалвација од 15% је била неадекватна јер се влада обавезала на фиксни курс, па је нарушен кредибилитет мексичке владе. Оно што је такође произвело негативне конотације по привреду Мексика јесу консултације са пословним људима у водећим компанијама који су знали за план девалвације, што је њима оставило простора да остваре профит на рачун неинформисаних иностраних улагача. Због датих околности, многим иностраним инвеститорима се у тим данима мексичка влада показала у негативном светлу. Тако је наизглед мала девалвација пезоса довела до потпуног неповерења у мексичку економску политику. Пезос (peso) је убрзо двоструко ослабио у односу на период пре кризе, што је проузроковано управо одливом капитала услед неповерења у

¹⁴⁶ <http://www.akter.co.rs/26-ekonomija/30065-za-40-godina-vie-od-430-...>, доступно дана 01.02.2014.

способност владе. Ово је утицало на повећање увозних цена и на раст инфлације која је пре кризе била једноцифрена. Како би се мексичка валута стабилизovala, а са њим и инфлација, мексичка влада је повећала каматне стопе које су биле више од 80% на годишњем нивоу. Високе камате су условиле нагли пад тражње и реални БДП је пао за 7% у години након кризе. У оваквој ситуацији САД су се одлучиле на велику међународну помоћ влади Мексика јер је ова криза претила да озбиљно уздрма цео регион. Напори су дали позитивне резултате тако да је током 1996. године обновљен економски раст. Мексику је омогућен приступ међународном капиталу, а интервентни кредит је враћен пре рока доспећа. Уосталом, мексичка економија припада првој генерацији модела валутних криза где се као главни узрок неравнотеже појављују и иностране обавезе.

Насупрот, претходном Аргентина је имала карактеристично искуство са валутном кризом. Иначе, Аргентина је имала другачији курсни режим у односу на Мексико. Наиме, валутни одбор је био такав да је аргентински пезос био везан према долару у паритету 1:1, а сваки пезос из примарног новца је имао своје покриће у доларским међународним резервама. Како би се одбранила од преливања мексичке кризе, Аргентина није развијала чврсте трговинске везе са Мексиком. Међутим, то очигледно није било довољно. Шпекуланти су напали аргентински пезос очекујући да ће аргентинска влада напустити валутну управу како би смањила стопу незапослености. Одлив капитала из земље под системом валутног одбора узроковао је нагло смањење примарног новца, што је изазвало банкарску кризу. За само годину дана (јануар 1994-фебруар 1995) Аргентина је изгубила трећину својих девизних резерви. Оволики губитак капитала подигао је каматну стопу на чак 20% 1995. године, што је довело до пропадања многих банака и предузећа, а привреда је запала у дубоку рецесију. Дакле, криза је утицала на смањење привредног раста.¹⁴⁷ Треба нагласити да су велики фискални проблеми Аргентине довели до озбиљног слабљења банкарског система. Ова јужноамеричка држава је проблем буџетског дефицита решавала присилом банкарског сектора да апсорбује велике износе владиног дуга. Инвеститори су изгубили поверење у аргентинску владу, престали су да верују да ће отплатити свој дуг, његова цена је пала остављајући велика пражњења банкарског сектора, што је само условило даљи пад привредне активности.

¹⁴⁷ Videti o tome detaljnije: Roubilni N., 1998, *"The Case Against Currency Board: Debunking 10 Muths about the Benefits of Currency Boards"*, SternSchool of Bussiness, New York University.

Ово само потврђује да не стоји тврдња да валута земље валутног одбора дели судбину резервне валуте. Валутне кризе могу да погоде земљу валутног одбора, да истроше њене монетарне резерве, а да резервна валута не претрпи било какве штете. Овим је очигледно да је међународна помоћ била више него потребна да би се обновио банкарски, па и привредни систем, али ипак знатно мање него у Мексику. Како би привукли међународне инвеститоре, у Аргентини је, за разлику од Мексика, коришћен фиксни курсни режим. Тако већ током 1996. године Аргентина бележи привредни раст.

Источноазијска валутна криза није имала везе са фискалним дефицитом (валутне кризе прве генерације), нити су то била макроекономска искушења (валутне кризе друге генерације). Заправо, валутне кризе су биле више симптом него узрок. Занимљиво је да је источноазијска криза имала врло мало везе са валутом и монетарним питањем. Азијске земље (Тајланд, Индонезија, Кореја и др.) су имале скоро савршене показатеље: висок привредни раст, више прецењену него потцењену валуту, ниску инфлацију и низак владин дуг. Влада мишљење да је требало да владе брину о сопственој задужености и о буџетском дефициту, док је дефицит текућег биланса и дугова који су произишлаго из активности приватног сектора требало да буде у домену њиховог менаџмента. Висока задужења приватног сектора у иностранству изазвала су неповерење инвеститора, што је резултирало одливом капитала и валутном кризом.¹⁴⁸

Типичан пример кризе тзв. азијског грипа је забележен на Тајланду где многи дужници нису могли да враћају краткорочне иностране кредите услед урушавања тржишта акција и тржишта некретнина. С друге стране, штедише су повлачиле своје депозите, па је економски раст нагло успорен и на видiku се појавила девалвација тајландске националне валуте, што је значило укидање везаног курса. Дефицит платног биланса Тајланда је од 1994. године износио више од 4%, уз слаб надзор финансијског сектора. Тајланд је напoкон тек 1997. године затражио помоћ од ММФ-а када је везани курс тајландског бахта за амерички долар постао неодржив. Пошто је убрзо затим бахт девалвирао, укинати су везани курсеви и у другим азијским економијама (Малезији и Индонезији). Финансијски захтеви ових азијских земаља ка ММФ-у су били без преседана и износили су 120 милијарди долара. У међувремену су курсеви тих економија депресирали

¹⁴⁸ Висока задужења у иностранству су настала од банака на Тајланду, индустријских компанија у Индонезији, Кореји и др., Porov V., 2001, *“Currenc crises in Russia and other transition economies”*, MMRA, str. 16.

од 40% до 72%. И поред евидентне помоћи, ММФ је смањио своја очекивања у погледу економског раста ових азијских економија, (**Табела 43**).

Табела 43. Прогнозе раста реалног БДП-а (у %)

Земља	V 1997	X 1997	XII 1997	II 1998	1998*
Тајланд	7,0	3,5	0,0	-2,7	-8,0
Индонезија	7,5	6,2	2,0	-3,3	-13,7
Малезија	7,9	6,5	2,5	-3,3	-6,8
Филипини	6,4	5,0	3,8	2,9	-0,5
Јужна Кореја	6,3	6,0	2,5	-0,2	-5,5

Извор: Бабић А., Жигман А., вељача 2000, *Валутне кризе: прегледи теорије и искуства 1990-тих*, Хрватска народна банка, Загреб, стр. 13

Генерално узев, анализе ММФ-а су потврдиле да су валутне кризе у Азији биле изазване нестабилношћу банкарског сектора крајем последње деценије 20. века. Погоршање завршних рачуна банака услед повећања губитака код зајмова привреди је значајан фактор који је довео до кризе у овим источноазијским економијама. Лош систем супервизије, скенирање и мониторинг над банакрским сектором испољили су се кроз кредитни бум у овим економијама. Највећа сума кредита је заправо одлазила ка нефинансијским приватним предузећима. Губици банака су били толико велики да су довели до ерозије банкарске нето имовине (капитала). Банке су имале све мање сопствених ресурса за позајмљивање, што је довело до смањивања економске активности у тим економијама. Ипак, трачак привредног опоравка у Азијским економијама је био евидентан 1999. године.

12. Стратегија монетарне политике таргетирања инфлације

12.1. Анализа искустава у примени циљања инфлације у изабраним земљама у транзицији

Пре више од две деценије нека тржишта у настајању и транзицији су покренула стратегије које садрже елементе инфлационог таргетирања. Тако је чилеанска банка 1991. године почела са делимичним концептом инфлационог таргетирања, а формално га је увела 1999. године. Банка Израела је 1992. године усвојила нумеричке циљеве за инфлацију. И друге економије су усвојиле такав оквир монетарне политике укључујући Чешку Републику и Кореју 1998. године, Пољску, Бразил и Колумбију 1999. године (1991. године експлицитни нумерички таргет), Јужноафричку Републику и Тајланд 2000. године. Мађарска је увела концепт инфлационог таргетирања 2001. године. Гана је неформални облик инфлационог таргетирања усвојила 2002. године, а формално 2007. године. Румунија је увела облик инфлационог таргетирања 2005. године. Србија је неформални концепт инфлационог таргетирања усвојила 2006, а формално 2009. године. Арменија и Турска су овај концепт увеле 2006, а Молдавија 2009. године.

Емпиријска истраживања из 2012. године показују да је оптимална инфлација поменутих економија у транзицији између 1 и 8%. Економије у транзицији су до 2012. године имале нешто вишу инфлациону мету у односу на развијене економије између 2 и 4,5%.¹⁴⁹ Само су Турска, Гана и Молдавија имале инфлациону мету већу од 4,5%. Искуство показује да је мања опасност од прениског инфлационог таргетирања у односу на превисоко инфлационо таргетирање. Уосталом, међународна искуства нам показују да минимални $\pm$ распон од 1.00 п.п. код таргетирања инфлације користи већина земаља, укључујући Чешку Републику, Пољску и Румунију. Средњи опсег $\pm 1,5$ п.п. Користе Јерменија, Србија и Тајланд. И максимални опсег распона код таргетирања инфлације од $\pm 2,0$ п.п. користе Бразил, Гана и Турска.

Постоје три начина да се дефинише циљ инфлације код економија у транзицији: а) тачка мета, б) опсег мета и в) централна тачка са циљаним опсегом. Тачка мета је за инфлацију (point target) обично дугорочни циљ.

¹⁴⁹ Напомена: Развијене економије су се определиле за циљану стопу инфлације од око 2%.

Заправо, она оставља простор за флексибилност у зависности од кредибилитета централне банке. Тачком таргетирања инфлације (point target) могу да се стабилизују инфлациона очекивања више и ефикасније него опсегом и дометом за инфлацију. У Мађарској као транзиционој економији употребљен је овај облик тачка мета инфлационог таргетирања. Када се утврђује опсег за таргетирање инфлације (range target), оптимална стопа инфлације не може да се дефинише са сигурношћу. Опсег за циљање инфлације је обично дугорочни циљ. Уосталом, ово оставља простор за флексибилност (за надувавање изнад или испод циљаног распона), у зависности од кредибилитета централне банке. Колумбија је пример транзиционе економије која је веома осетљива на шокове који долазе споља. Отуда, из кругова врхунске монетарне установе Колумбије данас се може чути да и даље највећу бригу представља утицај спољних шокова приликом креирања тачке мете за инфлацију.

Опсег или домет за инфлацију (range target) не уклапа се са потребама привреда у развоју. С обзиром на то да је оптимална стопа инфлације покретна мета у овим привредама и/или економијама, она захтева редовно подешавање инфлационих мета. Ако сагледамо конкретно искуство економије попут Бразила оно показује да би такав процес допринео дефлацији, па управо због ових околности код циљног хоризонта имамо годишњу мету за инфлацију.

Уосталом, постоји општа несигурност у вези са економским предвиђањима ако се инфлација приближава горњој граници опсега. Већина економија је, попут Пољске, Србије, Румуније и Бразила, изабрала комбиновану централну тачку са циљаним опсегом за стопу инфлације, (Табела 44).

Табела 44. Ниво таргетиране стопе инфлације-искуство

Економија	Старт ИТ	Циљ постављен	Мета	Таргет 2012	Циљни хоризонт
Арменија	2006.	Влада и ЦБ	CPI	4%+/-1.5 п.п.	Средњорочни
Бразил	1999.	Влада и ЦБ	CPI	2-3	Годишња мета
Чиле	1999. (1991)	ЦБ	CPI	3%+/-2 п.п.	Око две године
Чешка Република	1998.	ЦБ	CPI	2%+/-1 п.п.	Средњорочни од 12 до 18 месеци
Гана	2007 (2002)	Влада и ЦБ	CPI	8,7+/-2 п.п.	18-24 месеца

Мађарска	2001.	ЦБ	CPI	3%	Средњорочни
Колумбија	1999 (1991)	ЦБ	CPI	2,0+/- 4 п.п.	Средњорочни
Израел	1992.	Влада и ЦБ	CPI	1-3%	У року од две године
Молдавија	2009.	Влада и ЦБ	CPI	5%+/-1,5 п.п.	За више година постићи
Пољска	1998.	ЦБ	CPI	2,5%/-1 п.п.	Средњорочни
Румунија	2005.	Влада и ЦБ	CPI	3,0+/-1 п.п.	Средњорочни таргет од 2013. године
Србија	2009 (2006)	Влада и ЦБ	CPI	4,0+/-1,5 п.п.	Средњорочни
Турска	2006.	Влада и ЦБ	CPI	5,0%/-2 п.п.	Више година (три године)

Извор: Giucci Ricardo, Rubia De La Cyrus (september 2012), The inflation targeting regime 2013-2017: Analysis and Recommendations, German Economic Team Moldova, Policy Briefing Series, PB /02/2012, Berlin, p. 24

Уколико анализирамо међународна искуства и последице примене концепта инфлационог таргетирања у Латинској Америци, евидентно је да 2013. године *Колумбија* као доларизована економија, после Чилеа, има најнижу стопу инфлације, коју прати 4% привредног раста. Централна банка Колумбије је крајем 2012. године снизила референтну каматну стопу на 4,5%.¹⁵⁰

Стратегија за заустављање инфлације у Колумбији је у периоду 1991-1998. године била неуспешна, јер је просечна годишња стопа инфлације у овој земљи износила 22,7%, тако да је константо стварна инфлација надмашивала циљану величину.¹⁵¹ Циљ је једино остварен 1997. године када је стопа инфлације била испод 18%, колики је био и таргет.¹⁵² Колумбија је од раних 90-их водила лабавији облик инфлационог таргетирања, а тек је од 2000. године просечне стопе инфлације снизила на

¹⁵⁰ Detaljnije videti: <http://www.forex.investingvue.com/showthread.php?t=42447>, доступно дана 31.12.2013.

¹⁵¹ Таргетирана величина за инфлацију 22% (1991), 10% (2000), 4,5%±0,5% (2006), 4%±0,5 (2007), Solanes Garcia, Jose Flores, Torrejon Fernando, (may 2009), Inflation Targeting Works Wellin Latin America, Universidad Catolica De San Antonio, Murcia, p. 6.

¹⁵² Видети исто: Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, "Монетарна стратегија", Економски факултет, Ниш, стр. 158.

једноцифрени ниво. Бурна историја монетарне политике Колумбије показује да је просечна главна каматна стопа 1995-1999. године била висока и то 8,08%. Међутим, у периоду реформулисања колумбијског монетарног режима 2000-2005. године долази до њеног драстичног смањења, па је просечна главна каматна стопа износила 2,26%, уз стварну стопу инфлације коју прате мања одступања од таргетираног нивоа. У време глобалне финансијске кризе 2007-2009. године таргетирани величине знатно одступају од стварне инфлације, нарочито 2008. године. Последњи период посматрања након глобалне финансијске кризе у Колумбији је познат као релативно миран период који прати блага инфлација у оквирима таргетирани величине, (табела 47).¹⁵³

У монетарној историји Колумбије имамо два интересантна раздобља. Током првог периода имамо ненајављену дискрециону интервенцију (септембар 2004-март 2006. године). Постоје докази да су интервенције утицале на ниво девизног курса у намераваном смеру. Штавише, девизне интервенције су резултирале апресијацијом пезоса наспрам америчком долару, без подривања БДП-а, са испуњавањем циљане стопе инфлације. Такво искуство Колумбије између 2004-2006. године сугерише да режим циљања инфлације може бити кредибилан и ефикасан иако режим девизног курса није био чисто флукутирајући. Искуство Колумбије у првој половини 2007. године, међутим, илуструје границе девизне интервенције као независног инструмента монетарне политике. У другом периоду дискрециона интервенција није била детектована на девизном тржишту кроз девизни курс и била је неефикасна у кретању девизног курса у жељеном правцу. Током овог периода БДП је растрзан између бриге за стабилност цена, с једне стране, и забринутости због брзог темпа апресијације курса, с друге стране. Укратко, имамо став да искључиво девизне интервенције не могу да утичу на ниво девизног курса када сама интервенција ствара конфликт са другим циљевима монетарне политике, првенствено кроз постизање циљане инфлације, (Табела 45).¹⁵⁴

¹⁵³ Leiderman Leonardo, Maino Rodokfo, Parrado Eric (Julio 2006), *"Inflation Targeting in Dollarized Economies"*, Working papers NO 368, Banco Central de Chile, Peru, p. 4.

¹⁵⁴ Kamil Herman (april 2008), *"Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes?"* The Case of Colombia, IMF Working Paper, Wp/08/88, International Monetary Fund Washington, p. 31.

Табела 45. Кретање инфлационог таргетирања и стопе инфлације у Колумбији од 1999. до 2013. године

Држава	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Инфлац. таргет	10,0	8,0	6,0	5,5	5,5	5,0	4,5	4,0	4,0	5,0	3,0	3,0	2,0-4,0
Стварна инфлација	9,0	7,6	6,2	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	3,1	3,4	2,77

Извор: Kamil Herman (april 2008), *Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia*, IMF Working paper wp/08/88, International Monetary Fund, Washington, p. 25., and Gonzales Andreas, Franz Hamann (2011), *Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia*, Desprallo Y Sociedad, Prime semestre DE 2011. PB 01, p. 66 and inflation rate ili [dostupno na adresi sajta: http://www.indexmundi.com/g/q.aspx?c=co&v=71](http://www.indexmundi.com/g/q.aspx?c=co&v=71), [dostupno](http://www.indexmundi.com/g/q.aspx?c=co&v=71) dana 31.12.2013.

Ако пропратимо искуство Бразила у том погледу, Централна банка Бразила је концепт циљања инфлације успоставила 21. јуна 1999. године и до данас је овим режимом веома успешно спровођена антиинфлациона стратегија кроз остварење таргета. Уосталом, концепт пливајућег режима девизног курса и валутне политике кроз управљање својим међународним резервама су важни стубови монетарне политике Централне банке Бразила. Аналитичари процењују да ће инфлација 2014. године бити 6%. Централна банка Бразила циља годишњу инфлацију од 4,5%, плус или минус два процентна поена. Из кругова аналитичара Централне банке Бразила може се чути да у овом тренутку концепт таргетирања инфлације нема алтернативу, (Табела 46).

Табела 46. Таргетирана и остварена инфлација у Бразилу 1999-2012. године

Година	Таргет	Толеранција Интервал(пп.)	Актуелна инфлација	Остварење таргета
1999.	8	2	8,94	Не
2000.	6	2	5,97	Да
2001.	4	2	7,67	Не
2002.	3,5	2	12,53	Не
2003.	3,25 4	2 2,5	9,30	Не
2004.	3,75 5,5	2,5 2,5	7,60	Да

2005.	4,5	2,5	5,69	Да
2006.	4,5	2,0	3,14	Да
2007.	4,5	2	4,46	Да
2008.	4,5	2	5,90	Да
2009.	4,5	2	4,31	Да
2010.	4,5	2	5,91	Да
2011.	4,5	2	6,50	Да
2012.	4,5	2	5,84	Да

Извор: Preuzeto sa sajta Banco central Do Brasil i videti isto Đurović Todorović J., Đorđević M., 2011, Monetarna strategija, Ekonomski fakultet, Niš, str. 154.

Свакако треба нагласити позитивне ефекте стабилизационог програма у Бразилу засноване на девизном курсу из 1994. године када је инфлација смањена са рекордних 2500% у децембру 1993. године на мање од 2% децембра 1998. године. Међутим, проблеми у јавним финансијама и немогућност смањења буџетског дефицита изазвали су шпекулативне нападе, а скуп и неуспешни покушаји одбране бразилске валуте реала довели су до снажне валутне кризе 1998-1999. године. Искуство ове латиноамеричке земље са фиксним режимом девизног курса повезане са ером дубоке финансијске кризе 1990. године довело је до потражње за алтернативним номиналним сидром. Од тада је на сцени флексибилни девизни курс у комбинацији са циљаном инфлацијом коју је спроводила Централна банка Бразила.

Треба нагласити да су монетарне власти Бразила од 1999. до 2007. године успеле да направе оптималну комбинацију инфлације и стопе незапослености (**Табела 47**). И данас је незапосленост на историјском минимуму са свега 6,75% 2010. године, 6% 2011. године и 5,5% 2012. године, што је праћено инфлацијом од 6,50% 2011. године и 5,84% 2012. године. У истом периоду да би инфлација била под контролом и стабилизован девизни курс, просечна реална каматна стопа одржавана је на прилично високом нивоу и износила је 10,3%. Овакав тренд је присутан и данас јер је и крајем 2013. године референтна каматна стопа Централне банке Бразила остала висока и износила је 9,5% у циљу смиривања раста потрошачких цена и остваривања циљане мете за инфлацију, уз контролу дугорочних инфлаторних очекивања. У обзир треба узети и податак да је ова земља у 2010. години имала привредни раст од чак 7,5%, што је највиша стопа раста у последњих 25 година. Међутим, раст инфлације је у овој

економији успорио привредни раст на 2,7% 2011. године и 1,3% 2012. године, а све у циљу “хлађења” економије.¹⁵⁵

Табела 47. Стопа раста БДП-а, стопа незапослености и актуелна инфлација у Бразилу 1999-2007. године

Година	Стопа раста БДП-а	Стопа незапослености	Стварна стопа инфлације
1999.	0,3	8,3	8,94
2000.	4,3	7,9	5,97
2001.	1,3	6,8	7,67
2002.	2,7	7,9	12,53
2003.	1,1	12,3	9,3
2004.	5,7	11,5	7,6
2005.	3,1	9,8	5,69
2006.	3,7	10,0	3,14
2007.	5,4	9,3	4,46

Извор: Arestis Fernando, Filho Ferrari and Paula de Fernando Luiz (march 2011), *Inflation targeting in Brazil, International review of Applied Economics, Federal university of Rio Grande do Sul and CNPq, Rio de Janeiro, Brazil, p. 136* ili dostupno na adresi sajta <http://www.informaworld.com/smpp/title-content=t713426883>

У чилеанској економији је од 1990. године делимично коришћен оквир монетарне политике преко циљања инфлације у комбинацији са флексибилним девизним режимом. Овај циљ је имплементиран септембра 1990. године као пројекција за инфлацију од преко 20%, која је била актуелна 1991. године. Овај концепт је познат као градулаистички концепт обарања инфлације. Како су очекивања пројектоване инфлације током наредне четири године била углавном испуњена, јавност је све више стицала поверење у институције. Од септембра 1994. године Централна банка Чилеа и формално прелази на концепт таргетирања стопе инфлације. Напоменимо да је у другој половини 80-их година прошлог века просечна стопа инфлације у Латинској Америци износила 145%.

Ако посматрамо искуство пре примене концепта инфлационог таргетирања у једном броју земаља Латинске Америке била је присутна хиперинфлација, па је тако у другој половини 1990-их у Бразилу забележена

¹⁵⁵

Подаци преузети са сајта: http://www.indexmundi.com/brazil/economy_profile.html, 31.12.2013.

сајта: дана
доступно

инфлација од 1585,20%, у Аргентини 1833%, док је у Никарагви износила чак 13490%. Насупрот овоме, овакав концепт таргетирања инфлације је првенствено у Чилеу дао одличне резултате у “сламању” инфлације, па је инфлација оборена са 25% пре примене концепта инфлационог таргетирања на 2,8% након 16 година примене овог концепта 2006. године. У Чилеу је од 1990. до 2006. године инфлација показивала силазни тренд. Нешто вишу стопу инфлације у Чилеу имамо у периоду 2007-2013. године, првенствено убог утицаја глобалне финансијске кризе, (Табела 48). Треба истаћи да је стопа привредног раста 90-их година 20. века била изузетно висока и износила је око 8,5% на годишњем нивоу.

Табела 48. Просечна инфлација у Чилеу 1990-2013. године

Земља	Година	Просечна инфлација (децембар-децембар)
Чиле	1990-1999.	10,8%
	1990-2006.	7,5%
	2000-2006.	2,8%
	2007-2013.	3,28%

Извор: Valdes O. Rodrigo (28 february 2007), *Inflation targeting in Chile: Experience and Issues*, Monetary Policy in Emerging Markets organized by the Economics Department/OECD and CCBS/Bank of England Central banka of Chile, PDF verzija, a podaci za prosečno ostvarenu inflaciju 2007-2013. године у Чилеу преузети са сајта <http://www.inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla...>, доступно дана 08.01.2014.

Наговештај промена у креирању монетарне политике у Чилеу настаје 1998. године када се јавља рецесија као последица пораста каматних стопа и спољнотрговинског дефицита. Током 1999. године Централна банка Чилеа снижава каматне стопе уз депресијацију пезоса, што даје основа за привредни раст. Добро постављен фискални систем, уз одличне карактеристике финансијског система, даје добру подлогу за остваривање постављених инфлационих циљева. Чиле је са суфицитом у буџету био поуздан знак постојања чврсте финансијске дисциплине и буџетског ограничења. Банкарски систем је био у прилично добром стању, што је било добра подлога да Централна банка Чилеа предузима мере ради очувања стабилности валуте без угрожавања банкарског система. Треба нагласити да је контрола прилива капитала такође значајан фактор који је био у функцији стабилности чилеанске економије током 90-их година 20. века.

Табела 49. Кретање стопе инфлације у Чилеу пре и после примене инфлационог таргетирања

Кретање стопе инфлације пре примене концепта инфлационог таргетирања				
Земља	Година	Мета ценовни индекс	Распон мете	Стопа инфлације
Чиле	1971-1972.	-	-	79,3%
	1975.	-	-	340,7%
	1980.	-	-	31,2%
	1985.	-	-	26,4%
	1990.	-	-	27,3%
Кретање стопе инфлације после примене концепта инфлационог таргетирања				
Земља	Година примена таргета	Мета (ценовни индекс)	Распон мете	Инфлациона стопа (просек)
Чиле	Децембар 1990. Јануар 1991.	CPI	20 % 13%	25,91 21,98
	1992.	CPI	16%	15,54
	1993.	CPI	10%	12,73
	1994.	CPI	12%	11,52
	1995.	CPI	9-11%	8,23
	1996.	CPI	±8%	7,38
	1997.	CPI	±6,5%	6,14
	1998.	CPI	±5,5%	5,12
	1999.	CPI	±4,5%	3,34
	2000.	CPI	±4,3%	3,84
	2001.	CPI	±3,5%	3,57

Извор: Fung Sanchez R. Jose (2007), *Inflation targeting and monetary analysis in Cjile and Mexico, Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences, Volume 1, Issue 3, p.44 and <http://www.inflation.eu/eu/inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla.>*,
dostupno dana 07.01.2014

И у периоду од 2007. до 2013. године Чиле представља добар пример одржавања континуирано ниске инфлације, изузев кризне 2008.

године када је инфлација износила чак 8,71%. Показатељи привредног раста потврђују да ова латиноамеричка држава представља добар пример концепта таргетирања инфлације и у условима брзорастућих економија, (Табела 50).

Табела 50. Привредни раст појединих водећих земаља у развоју

Годишње процентуалне промене	2004-2011.*	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Аргентина	7,4	9,0	9,2	8,5	8,7	6,8	0,8	9,2	8,9	2,5	3,2	4,2
Бразил	4,0	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,3	4,0	4,4
Чиле	4,5	7,0	6,2	5,7	5,2	3,3	-1,0	6,1	6,0	5,1	4,6	4,9
Колумбија	4,8	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,4	4,5	4,8

Напомена: За 2013. и 2014. годину дате су прогнозе.

Извор: Куртовић С., 2014, *Међународне финансије, Економски факултет, Мостар, стр. 245, а преузето по основу извештаја World Outlook, 2013, р. 17.*

Врло занимљиво искуство има Централна банка Чешке која је концепт инфлационог таргетирања као нову стратегију монетарне политике увела 1998. године. Тада је инфлација у Чешкој износила 12% и имала тенденцију даљег раста. Треба нагласити да су на почетку примене инфлационог таргетирања постојали следећи услови: а) није постојала обавеза према влади и резултатима фискалне политике; б) Централна банка Чешке је имала легалну независност, независност циљева и независност инструмената; в) Централна банка Чешке није имала мандат за ценовну стабилност, али индиректно јесте преко валутне стабилности; г) Централна банка Чешке није имала формалну одговорност за постигнуте резултате; д) постојали су услови за спровођење операција на отвореном тржишту; ђ) капацитети за моделирање, предвиђање и разумевање трансмисионог механизма монетарне политике су били на ниском нивоу; ж) здравље и развијеност финансијског система су били средњег нивоа и з) проблема са јавним дугом није било.¹⁵⁶

Почетно таргетирање инфлације у Чешкој одликовало је фокусирање на средњи рок при пројектовању инфлације, прогнозирање инфлације и јавно објављивање утврђених таргета. Прогноза инфлације је од највећег значаја за одлучивање о тренутним подешавањима каматних

¹⁵⁶ Видети исто: Ђуровић Тодорвић Ј., Ђорђевић М., 2011, *“Монетарна стратегија”*, Економски факултет, Ниш, стр. 149.

стопа. Монетарна политика је на годишњем нивоу требало да се спроводе тако да на крају 1998. године инфлациони циљ буде 5,5-6,5%, а у трогодишњем периоду (тј. на крају 2000. године) циљ би био инфлација у распону од 3,5-5,5%. Од децембра 1998. године до данас сведоци смо силазног тренда код репо каматне стопе Централне банке Чешке, и то са једноцифреним износом (до овог временског периода имали смо репо каматне стопе са двоцифреним предзнаком).¹⁵⁷ При пројектовању инфлационог таргета на средњи рок фокусирање се односи на период од 12 до 18 месеци, уз корак даље кроз објављивање прогнозе каматне стопе у наредним годинама. Тако Централна банка Чешке даје прогнозу каматне стопе и инфлације, које би у наредне две године требало да имају узлазну путању, (Табела 51).¹⁵⁸

Табела 51. Прогнозе репо каматне стопе и стопе инфлације Централне банке Чешке Републике 2013-2014. године

Репо каматна стопа ЦНБ (Централна банка Чешке)	Временски хоризонт	Прогноза репо стопе	Годишња инфлација прогноза	
	2013.	0,5	-	-
	2014.	0,4	2014Q4	2,2%
	2015.	1,2	2015Q1	3,0%

Извор: http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/forecast/, доступно дана 06.01.2014.

Централна банка Чешке у свом документу о монетарној стратегији објављеном у априлу 1999. године формулисала је дугорочни циљ за стабилност цена у смислу инфлације у оспегу од 1-3% која би важила за крај 2005. године. Имајући у виду циљане инфлације за 2000. годину у распону од 3,5-5,5%, то је подразумевало просек годишњег смањења таргетиране инфлације од 0,5 процентних поена.

У априлу 2000. године, инфлациони циљ је постављен за крај 2001. године. У априлу 2001. године донета је одлука да се фокусира циљање укупне инфлације (тј. раста кроз укупан индекс потрошачких цена).

¹⁵⁷ Детаљније о кретању репо каматне стопе Централне банке Републике Чешке видети на сајту: http://www.cnb.cz/en/fag/how_has_the_cnb_two_week_repo_rate_ch, доступно дана 06.01.2014.

¹⁵⁸ Videti isto: Berg Claes, Hallsten Kerstin, Queijo Von Heideken, Virginia Sodersrom Ulf, 2013, "Two Decades of Inflation Targeting: Main Lesons an Remaining Challenges", Economic Review, Sveriges Risk Bank N3, Special Issue, Stocholm, p. 18.

Почетком јануара 2002. године је одређен циљ за инфлацију и износио је 3-5%, а завршава се децембром 2005. године у износу од 2-4%. Циљна инфлација од 3% с дозвољеним одступањем од једног процентног поена у оба смера је најављена за период од јануара 2006. године. У марту 2007. године постављена је нова мета за инфлацију од 2%, а најављена је од јануара 2010. године. Као и раније, Централна банка Чешке ће настојати да обезбеди да се остварена инфлација не разликује од циљане за више од једног процентног поена на обе стране. Централна банка Чешке заснива своју процену тренда инфлације на основу статистичких података објављених од стране чешког завода за статистику. Неоспорно је да је ова банка остварила изванредне резултате када је реч о циљању инфлације, при чему су као основни инструмент коришћене операције на отвореном тржишту, са репо стопом.

Табела 52. Кретање инфлационог таргета у Чешкој Републици

Година	Почетак примене	Инфлациони таргет	Стопа инфлације* (потрошачке цене)
1998.	Децембар 1998.	5,5-6,5%	
1999.	Децембар 1999.	4-5%	2,5
2000.	Децембар 2000.	3,5-5,5%	3,8
2001.	Децембар 2001.	2-4%	0,6
2002.	Јануар 2002.	3-5%	0,1
2005.	Децембар 2005.	2-4%	1,9
2006.	Јануар 2006.	3±1%	2,7
2007.	Март 2007.	2 % најав	2,9
2010.	Јануар 2010.	2±1%	1,5

Напомена: Остварена стопа инфлације се изражава као годишња промена потрошачких цена у поређењу са претходном годином*

Извор: <http://cnb.ro/inflation-targets-3241.aspx>, доступно дана 21.02.2013.

Ако сагледамо позицију Румуније постоје две различите фазе у циљању инфлације, а које су постављене од стране Националне банке Румуније. Искуство суседне државе је за нас врло битно због актуелног стремљења наше земље ка Европској унији. Иначе, инфлационо таргетирање се помиње у румунској средњорочној стратегији за економски развој од 2000. године, потврђено је 2002, а званично је усвојено 2005. године. Прву фазу (од 2005. до 2012. године) карактерише пад инфлационих циљева који је пре свега био потребан ради одрживе годишње стопе инфлације у средњем року. Сада је актуелна фаза

вишегодишњег циљања инфлације у складу са средњорочном дефиницијом стабилности цена почев од 2013. године. Ова фаза треба да обезбеди прелазак на фазу циљања дугорочно континуиране инфлације у складу са дефиницијом цена од стране Европске централне банке.

У Румунији је у периоду 2004-2008. године забележен привредни раст од 6 до 8% и све до светске финансијске кризе 2007. године забележено је повећано кредитирање у току последње деценије. У овом периоду евидентан је напор Националне банке Румуније да задржи кредитну експанзију која је настала углавном од система страних филијала комерцијалних банака које су пословале у овој држави. Актуелна неефикасност канала каматних стопа истицила је потребу за јаким локалним играчем (са домаћим капиталом) на монетарном тржишту у Румунији. Приливом страног капитала, насталог делом по основу закаснеле приватизације, румунска централна банка је покушала да ублажи политиком контролисано пливајућег курса коју спроводи до данашњих дана. Национална банка Румуније признаје да у данашњим условима није пожељна кредитна експанзија, уз још једно јавно признање да значајно ублажавање монетарних услова може довести до знатног одлива капитала. У периоду глобалне финансијске кризе 2007-2009. године Румунија бележи највећи пад реалног БДП-а у 2009. години од чак -7,1% и 2010. године -1,3%. Иначе, просек привредног раста према прорачуну Института за националну статистику Румуније у периоду 2000-2013. године износи 0,9%. Дакле, у периоду после финансијске кризе у свету 2007. године у Румунији се бележи постепени опоравак привредног раста, (Табела 53).

На основу атинфлационе стратегије Националне банке Румуније почев од 2000. године евидентно је да је таргет био високо постављен на 27% а стварна инфлација је била скоро дупло већа и износила је 40,7%. Уосталом, фискални проблеми и континуирани фискални дефицит су кључни фактор инфлације која је тада опстала у Источној Европи. Пре увођења таргета у економију Румуније динамика државног дуга је константно погоршавана а привреда је доживела значајну депресијацију своје националне валуте. Истина, наредних година стварна инфлација у Румунији је углавном “јурила” постављени таргет. Од 2004. године инфлација је сведена на једноцифрени ниво, што је први пут од 1990. године. Сламање инфлације је заслуга оперативне независности Централне банке Румуније која је уведена 28. јуна 2004. године. Уосталом, смањење инфлације је допринело јачању кредитбилитета румунске националне банке. Већ од августа 2005. године, када је Румунија увела адаптирано и експлицитно инфлационо таргетирање, па све до 2013. године стварна инфлација је била нешто виша од постављених оквира. Централна банка Румуније прогнозира да ће до краја 2013. године инфлација достићи 3,1%

(таргетирани ниво $2,5 \pm 1$ п.п.), што се рефлектовало на смањење пројекције за инфлацију на 3,1% 2014. године. У истом периоду Централна банка Румуније је снизила своју главну каматну стопу на 4,5%. Иначе, у периоду спровођења концепта таргетирања инфлације тренд стопе незапослености у Румунији има једноцифрени предзнак. Тако је и крајем 2013. године износила 7,1%, што је испред многих развијених економија ЕУ и то: Финске (8,4%), Француске (10,3%), Португалије (15,7%), Пољске (10,3%) и др.¹⁵⁹ (Извор: Blomberg).

Табела 53. Стопа раста БДП, стопа незапослености, таргет М1, актуелна инфлација и остварење таргета у Румунији у периоду 2000-2013. године

Година	Стопа раста БДП	Стопа незапослености	Таргет	Актуелна инфлација	Остварење таргета
2000.	2,2	-	27	45,7	Не
2001.	4,8	9,1	25	34,5	Не
2002.	4,5	8,3	22	22,5	Не
2003.	4,9	7,2	14	15,3	Не
2004.	8,1	6,3	9	9,60	Не
2005.	4,1	5,9	$7,5 \pm 1$ пп.	8,60	Не
2006.	7,7	6,1	5 ± 1 пп.	6,68	Не
2007.	6,0	4,1	4 ± 1 пп.	4,84	Да
2008.	7,1	4,4	$3,8 \pm 1$ пп.	7,80	Не
2009.	-7,1	7,8	$3,5 \pm 1$ пп.	5,60	Не
2010.	-1,3	8,2	$3,5 \pm 1$ пп.	6,00	Не
2011.	2,5	7,4	$3,0 \pm 1$ пп.	5,80	Не
2012.	1,6	6,7	$3,0 \pm 1$ пп.	3,30	Да
2013.	1,9	7,1	$2,5 \pm 1$ пп.	-	-

Извор: Подаци о кретању таргета у Румунији преузети са сајта <http://bnr.ro/inflation-targets-3241.aspx>, доступно дана 02.01.2014. године, подаци за остварену инфлацију преузети са сајта <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ro&=71>, доступно дана 02.01.2014. и подаци о расту БДП и стопе незапослености преузети са сајта <http://countryeconomy.com/countries/compareRomania//Poland/Portugal/France/Finland,France/Finland>, доступно дана 01.01.2014.

¹⁵⁹ Доступно на адреси сајта: <http://countryeconomy.com/countries/compareRomania//Poland/Portugal/France/Finland,France/Finland>, доступно дана 01.01.2014.

12.2. Независност централне банке у функцији контролисања инфлације

Током 80-их и 90-их година 20. века многе економије у транзицији су доношењем Закона о централној банци промовисале већу независност монетарних институција (CBI-central bank independence). Уосталом, постоје докази да су висококвалитетне политичке институције повезане са већим поверењем у владиним одлукама и законским решењима. Као резултат тога, квалитет институција може бити позитивна одредница угледа независности централне банке. По неким истраживањима, квалитет политичких институција је важна детерминанта односа независности централне банке и инфлације. Уосталом, као резултат тога, квалитет институција може бити позитивна одредница угледа централне банке. Типичан пример за то су латиноамеричке земље Чиле и Венецуела. Ако меримо институционалне квалитете на основу политичке стабилности, владавине права и демократске одговорности користећи индикаторе Светске банке, треба се осврнути на истраживање Кауфмана и сарадника који су у Чилеу евидентирали много већи институционални квалитет у односу на Венецуелу (0,64/0,74/0,65 и 0,31/0,29/0,42). Током 1980-их година обе земље су имале високе просечне инфлационе стопе (21 и 20%), али су, и поред тога, Чиле и Венецуела повећале независност својих централних банака у сличној мери (0,33 и 0,37)¹⁶⁰

У интелектуалној расправи међу економистима током 1990. и 2000. године је подржан општи тренд давања веће независности централним банкама и постојања позитивних ефеката како на економске перформансе, тако и на инфлацију. Бројне студије су говориле о независности централне банке у одређеним регионима света. Коначно, и сам Међународни монетарни фонд (ММФ) је промовисао реформе централне банке и независности у транзиционим економијама као средство које се користи за растући тренд финансијске глобализације, а све у циљу промовисања раста, смањења инфлације и позитивних макроекономских трендова.

Сем поменутих економија још неколико економија Латинске Америке је током 90-их година реформисало своје централно банкарство и то: Колумбија, Венецуела и Аргентина 1992. године, Перу и Мексико 1993. године, Парагвај и Уругвај 1995. године, Хондурас 1996. године и Никарагва 1999. године. Уосталом, виши индекс централних банака у табели 54 указује

¹⁶⁰ Hielcher Kai, Markwardt Gunther (march 2011), *"The role of Political institutions for the effectiveness of Central Bank independence"*, CES info Working Papers, NO 3396, p. 3.

на већу самосталност централних банака у латиноамеричким економијама уз доношење закона о централној банци, које је пратио нижи тренд стопе инфлације.

Табела 54. Рангирање независности централне банке и правне одговорности у земљама Латинске Америке

Земља/ економија	Доношења Закона о централној банци у изабраним економијама*	Индекс независности ЦБ*	Стопа инфлације		
			1980- 1989*	1990- 1995	1996- 2000
Аргентина	Септембар 1992.	18,5	318,9	421,7	-0,1
Перу	Јануар 1993.	17,0	193,6	1.341,3	6,90
Чиле	Октобар 1989.	16,5	21,2	15,9	5,10
Мексико	Децембар 1993.	16,0	65,9	19,5	19,4
Колумбија	Август 1991.	15,0	23,3	25,5	15,6
Боливија	Октобар 1995.	13,5	230,2	12,9	6,30
Хондурас	Децембар 1996.	13,0	7,5	19,1	16,0
Костарика	Новембар 1995.	12,5	24,1	19,3	12,8
Уругвај	Март 1995.	12,5	56,5	70,6	13,9
Бразил	Устав 1988, Закон 4595/1964. и даље извршне уредбе	12,0	237,3	1374,17	7,60
Парагвај	Јун 1995.	10,5	20,3	21,7	8,90
Венецуела	Децембар 1992.	9,5	21,5	44,2	45,1
Доминиканска Република	Закон о централној банци 1940, реформе 1962.	7,0	21,7	21,3	6,50
Гватемала	Устав 1985, Закон о централној банци 1945.	7,0	12,4	21,1	7,80
Просек	-	12,89	96,49	263,7	13,20

Напомена: * Одговара месецу када је донета независност за централну банку

* Стопа инфлације пре доношења закона

* Виши индекс представља већу независност за централну банку

Извор: Jacome H. and Luis I. (December 2001), *Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America*, IMF, Working paper, WP 01/212, Washington, p. 20-22

Средином 90-их година инфлација је у региону Латинске Америке била умереног типа. То се догодило после донетих закона о централним банкама, али и под утицајем стабилнијих економских институција и актуелне економске и монетарне политике која се спроводила. Инфлација од скоро 235% годишње у првој половини 90-их је смањена на само 13% годишње 1995-99. године, а 2000-2004. године је смањена на 8% у просеку код ових Латиноамеричких економија.¹⁶¹

Овакав тренд је настављен и од 2004. до 2011. године у већини економија Латинске Америке које су имале инфлацију са једноцифреним предзнаком, изузев Венецуеле и Боливије које су имале двоцифрене инфлације, (Табела 55).

Табела 55. Стопа инфлације земаља Латинске Америке у периоду 2004-2012. године

Водеће економије у развоју Латинске Америке	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Аргентина	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,8	15,7	11,3	10,2	9,8
Бразил	6,6	6,8	4,2	3,6	5,6	4,9	5,0	6,5	5,3	5,8	5,0
Чиле	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	0,3	1,4	4,4	3,0	2,5	3,0
Колумбија	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,2	3,1	3,1
Мексико	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	4,0	3,7	3,5
Перу	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,6	3,1	2,5
Венецуела и Боливија	21,7	16,0	13,7	18,7	31,4	28,6	29,1	26,0	23,1	24,2	22,5

Напомена: а) Подаци за групе земаља су пондерисани просек
б) Подаци за 2013 и 2014. годину су прогнозе за инфлацију

Извор: UN/DESA, based on IMF, International Financial Statistics

Насупрот овоме имамо примере неких економија које су супротне тврдњама да са већом независношћу централних банака иде и нижа стопа инфлације. То потврђује истраживање Цукиермана и сарадника (Cukierman et al. 1992) који наводе да је правни индекс недовољан да обухвати степен

¹⁶¹ Bernanke S. Ben (11. February 2005), "Inflation in Latin America: A New Era", доступно на адреси сајта <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/Speeches/2005/20050...>, доступно дана 09.01.2014.

независности централне банке, посебно у земљама у развоју. Као прво, кроз правни статус централне банке се не могу експлицитно навести тачне границе овлашћења између централне банке и владе. Такве празнине се често попуњавају традицијом, у најбољем случају, или политичком моћи, у најгорем случају. Друго, у већини случајева овај закон се не поштује. Исто тако су измене и допуне закона централних банака у транзиционим економијама ретке, што објашњава деценијама исте законске мере у некој земљи.

Типичан пример су резултати Централне банке Јемена који је постигао трећи највиши степен самосталности и одговорности у доле поменутом узорку, али остварене перформансе инфлације 1999-2011. године још увек противрече овим трендовима. Јемен је иначе имао високе двоцифрене стопе инфлације током 1990-тих и истина ниже стопе инфлације током 2000-их, али са двоцифреним предзнаком, (Табела 56).

Табела 56. Стопа инфлације економије Јемена 1999-2011. године

Земља	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Јемен	10%	10%	10%	12,2 %	10,8 %	12,2 %	11,8 %	14,8 %	10%	19%	5,4%	12,2 %	20

Напомена: Просечна инфлација остварена у Јемену у периоду 1991-1998. године износила је 42,52%.¹⁶²

Извор: <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ym&v=71>, доступно дана 10.01.2014.

Напротив, централне банке Бахреина, Јордана, Кувајта и Катара су постигле испотпросечни правни индекс, упркос чињеници да су њихове економије дуго уживале ниску и стабилну стопу инфлације. Тако је нпр. Кувајт током 2000-их имао стопу инфлације између 2 и 4%, Република Јордан између 3 и 6%, Катар од 2 до 8% итд.¹⁶³ Добијени индекси у табели потврђује ову тезу.

¹⁶² Economic growth in the Republic of Yemen, 2002, "A World bank Country Study", World bank, Washington, p. 13., a preuzeto po osnovu Data from the World Bank, Live Database, 2001.

¹⁶³ Подаци за инфлацију Кувајта, Јордана и Катара преузети са сајта; <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=qa&v=71>, доступно дана 10.01.2014.

Табела 57. Ранг централних банака и њихова правна независност (индекс) у периоду 2000-2009. године

Земља	Стваран (реалан)	Политичка независност		Економск а независн ост	Финансијска независност	Одговорнос т и транспарент ност
Земље извозниц е нафте						
Ирак	0,50	0,67	0,50	1,0	0,75	12,0
Саудијска Арабија	0,50	0,33	0,83	0,00	0,25	10,0
Јемен	1,0	0,33	0,50	1,00	0,50	10,0
Оман	0,00	0,33	0,50	1,00	0,50	10,0
Уједињен и Арапски Емирати	0,00	0,50	0,33	1,00	0,75	8,0
Бахреин	0,50	0,33	0,33	0,50	0,25	7,0
Кувајт	0,00	0,33	0,33	1,00	0,25	6,5
Катар	0,50	0,33	0,17	1,00	0,25	6,0
Судан	0,00	0,33	0,33	0,50	0,25	6,0
Просек	0,33	0,39	0,44	0,78	0,42	8,33
Земље увознице нафте						
Палестин а	0,00	0,33	0,50	1,00	0,75	8,5
Египат	0,50	0,33	0,50	0,50	0,50	7,5
Либан	0,50	0,33	0,33	1,00	0,25	7,5
Јордан	0,00	0,17	0,33	1,00	1,00	7,0
Сирија	0,00	0,17	0,33	0,50	0,50	5,5
Просек	0,25	0,25	0,33	0,75	0,56	7,20
ESCWA просек	0,29	0,35	0,42	0,79	0,48	793

Извор: Economic and social Commission for Western Asia (10 november 2011), Central bank independence and it's effect on inflation performance in the ESCWA Countries, United Nations E/ESCWA Publications, /EDGD/2011, WP 2, New York, p. 10

На основу резултата другог истраживања које је спровео Цукерман (Cukierman 1992 и 2008), представљено је довољно доказа да је у транзиционим земљама током 1990-тих година, првенствено у бившим социјалистичким економијама које су се придружиле Европској и монетарној унији, већина централних банака независна од својих влада. Као доказ за то имамо податак да су Чешка Република, Пољска и Словачка у периоду 2004-2011. године оствариле инфлацију од око 2 до 3%, што је стандард високоразвијених економија и ЕУ, (Табела 58).

Табела 58. Просечно остварена инфлација 2004-2011. и прогноза инфлације у периоду 2012-2014. године “нових” економија ЕУ

Економија	2004-2011.	2012.	2013.	2014.
Чешка Република	2,45	3,0	2,7	2,5
Естонија	4,58	4,0	3,8	3,0
Мађарска	5,13	5,7	4,5	3,5
Летонија	6,45	2,5	2,7	2,5
Литванија	4,23	3,4	3,0	3,0
Пољска	3,06	3,6	3,0	2,8
Словачка	3,26	3,7	2,4	2,5

Извор: UN/DESA, based on OECD Main Economic Indicator (2012), Eurosta and individual national sources and Baseline scenario, based in Part in Project link and the UN/DESA World Economic Forecasting model

Приметно је да највишу стопу индекса независности централне банке и либерализације цена имају управо економије које су до 90-их бележиле двоцифрене па и троцифрене инфлације. Коначан став Бадеа, Паркина, Банајна, Цукиермана и сарадника, Крилиа и сарадника (Bade and Parkin 1982; Crilli et al. 1991; Banaian et al. 1983 and Cukierman et al. 1992) поклапа се са претходном констатацијом да независност централне банке такође може да доведе до смањења варијабилности стопе инфлације. Стога су ови резултати у складу са другим студијама које закључују да ће се са политички независном централном банком постићи нижа инфлација, (Табела 59).¹⁶⁴

¹⁶⁴ Athanasios Anastasio, 2009, “Central Bank Independence and Economic Performance”, Cyprus Economic Policy Review, Vol. 3, No. 1, p. 130-131.

Табела 59. Инфлација, стабилизациони програми, централнобанкарске реформе и Цукерманова (Cukierman) централна банка и индекс независности

Земља	Датуми максималне инфлационе стопе	Датуми стабилизационих програма	Датуми доношња Нових Закона о Централним банкама и главних амандмана	Цукерманова централна банка и индекс независности	
				91-98	99-06
Чешка Република	1991 (52%)	Јануар 1991.	Децембар 1992.	0,23	0,56
Естонија	1992 (954%)	Јануар 1992.	Март 1990, Мај 1993. (СВІ независност надограђена)	0,18	0,40
Мађарска	1990 (33%)	Март 1990.	Октобар 1991, Јануар 1997. (СВІ независност надограђена)	0,19	0,30
Летонија	1992 (959%)	Јун 1992.	Март 1990, Мај 1992. (СВІ независност надограђена)	0,20	0,38
Литванија	1992 (1161%)	Јун 1992.	Фебруар 1990, Март 1996. (СВІ независност надограђена)	0,17	0,63
Пољска	1990 (90%)	Јануар 1990.	Јануар 1989, Фебруар 1992. (СВІ независност надограђена), август 1997 (СВІ независност надограђена)	0,16	0,37
Словачка Република	1991 (58%)	Јануар 1991.	Децембар 1992. (независност редукована)	0,28	0,29

Напомена: Ако упоредимо економије у транзицији, индекс независности ЕСВ (Европска централна банка) у истом периоду 1991-1998. године износи 0,92 и остаје иста и у периоду 1999-2006. године.

Извор: Giusepp Diana, Papadopoulos Athanasios, Sidiropulos Moise (april 2005), *Central bank reform and inflation Dynamics in the Transition Economies: Theory and some*

evidence, p. 14 and Athanasios, Anastasio (2009), Central Bank Independence and Economic Performance, Cyprus Economic Policy Review, Vol. 3, No. 1, p. 130-131

Табела 60. Кумулативни индекс либерализације цена (CLI)

Земља	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.
Чешка Република	0	0,16	0,95	1,84	2,74	3,64	4,57	5,5	6,43
Естонија	0,07	0,27	0,59	1,23	2,04	2,93	3,86	4,79	5,72
Мађарска	0,34	0,91	1,65	2,43	3,25	4,11	5,01	5,91	6,84
Летонија	0,04	0,17	0,46	0,97	1,64	2,45	3,26	4,11	5,00
Литванија	0,04	0,17	0,50	1,05	1,83	2,72	3,61	4,5	5,39
Пољска	0,24	0,92	1,64	2,46	3,28	4,14	5,03	5,92	6,81
Словачка Република	0	0,16	0,95	1,81	2,64	3,47	4,33	5,19	6,05

Извор: *Giusepp Diana, Papadopoulos Athanasios, Sidiropulos Moise (april 2005), Central bank reform and inflation Dynamics in the Transition Economies: Theory and some evidence, p. 15 ili dostupno na adresi sajta: <http://repec.org/mmfc05/paper58.pdf>, dostupno dana 10.01.2014*

Независност централних банака Западне Азије (ESCWA економија) анализирана је на начин сличан као и за друге светске регионе од стране економске и социјалне Комисије Уједињених нација (UN). Ако се посматра еволуција независности централних банака ESCWA економија (увозница/извозница нафте) у три узорка током 70-их година, оне приказују просечне стопе инфлације за иста три узорка у том року. У 1980-тим је просечна законска независност централне банке смањена у три узорка у односу на 1970-те године. У целом узорку земаља чланица ESCWA и у земљама увозницима нафте, независност централне банке наставља да се погоршава током 1990-их, док је код земаља извозница нафте остала константна независност у току истог периода. У 2000-им годинама степен независности је побољшан у односу 1990-те године, али је у односу на нивое током 1970-те маргинално побољшање независности централне банке.

Ако се посматра однос правне независности централне банке кроз утицај на остварену инфлацију добијамо карактеристичне резултате. У периоду 1970-1979. године правна независност централних банака земаља увозница нафте има виши индекс независности и тиме нешто нижу инфлацију, од земаља извозница нафте које имају нешто нижи индекс независности централне банке и вишу инфлацију. У периоду 1980-1989.

године земље увознице нафте имају виши индекс независности централне банке, али и вишу инфлацију од земаља извозница нафте. Период од 1990-1999. године земље извознице нафте имају виши правни индекс независности и вишу инфлацију од земаља са мањим правним индексом независности али са нижом инфлацијом. И коначно, у периоду 2000-2009. године земље извознице нафте имају вишу правну независност и вишу инфлацију од земаља увозница нафте које имају мању правну независност и нижу инфлацију. Овим је доказано да правна независност централне банке нема одлучујући утицај на кретање инфлације, (Табела 61).

Табела 61. Правна независност централних банака ESCWA економија и стопа инфлације у периоду 1970-2009. године

Правна независност и одговорност, максимум =1				
	1970-1979.	1980-1989.	1990-1999.	2000-2009.
Све ESCWA економије	7,3	7,0	6,7	7,4
Земље извознице нафте	7,0	6,7	6,8	7,6
Земље увознице нафте	7,6	7,4	6,4	7,2
Стопа инфлације у %				
	1970-1979.	1980-1989.	1990-1999.	2000-2009.
Све ESCWA економије	11,7	17,9	16,1	6,4
Земље извознице нафте	12,1	9,5	16,4	7,0
Земље увознице нафте	10,1	35,9	13,5	4,6

Извор: Videti isto: Economic and social Commission for Western Asia (10 november 2011), Central bank independence and it's effect on inflation performance in the ESCWA Countries, United Nations E/ESCWA Publications, /EDGD/2011, WP 2, New York, p. 13

13. Евроизација као стратегија монетарног осамостаљивања

Термин “доларизација” подразумева неколико различитих монетарних система који имају једну заједничку карактеристику-широко коришћење стране валуте као средство размене у формалним или неформалним трансакцијама. Овај термин се односи на употребу било које стране валуте, а не само америчког долара. Оно што је непорециво је да су две најраспрострањеније валуте у свету долар и евро. Међутим, заједничка карактеристика свих доларизованих економија је да су то мале земље, а највећа међу њима је Еквадор са око 15,4 милиона становништва средином 2013. године. Већина других доларизованих економија су минијатурне земље са мање од милион становника.

Са позиције нашег предмета интересовања занимљиво је анализирати евроизацију у Црној Гори која је реализована после тешке политичке и економске кризе у контексту распада Југославије крајем деведесетих. У Црној Гори је забележен типичан начин монетарног осамостаљења. Она се одлучила за модел доларизације коришћењем немачке марке као домаће националне валуте. Иако су постигнути позитивни резултати, нарочито са аспекта успостављања стабилности цена, уравнотежење буџета, подстицања прилива страних директних инвестиција (SDI) и др., евроизација носи са собом и одређене недостатке. Најважнији недостаци увођења евроизације су губитак кредитора централне банке као последњег уточишта, ограничена употреба инструмената монетарне политике и одсуство политике девизног курса као инструмента уравнотежења платног биланса.

Црна Гора је уместо динара увела двовалутни систем са немачком марком и динаром, уз слободно флукутирање према немачкој марки. Цео процес спроведен је брзо и без подршке и сугестија Међународног монетарног фонда. Црна Гора је увела немачку марку као законито средство плаћања заједно са динаром. Од јануара 2001. године једино платежно средство у Црној Гори постаје немачка марка, а од јуна 2002. године званично платежно средство постаје еуро. Овим чином је Црна Гора одустала од независне монетарне политике. На тај начин је Црна Гора испунила све услове за успешно спровођење доларизације јер се ради о малој и у великој мери отвореној економији са хиперинфлаторним искуствима у прошлости. Подсетимо да је хиперинфлација кроз коју је прошла и Црна Гора као део некадашње Југославије била трећа највећа инфлација у светској историји монетарне политике. Увођење доларизације

се поистовећивало са стабилним ценама јер је евро требало да спречи инфлацију на коју су иначе навикли из времена динара. На тај начин је евро требало да олакша токове роба и капитала у односу на Европску унију, али и друге трговинске партнере и да обезбеди услове за бржи привредни раст и развој. На евро се гледало као на неку врсту лека за све економске проблеме. Истина ефекти увођења евра су у почетку били позитивни, али се сада појављују бројни негативни ефекти.

Према заступницима доларизације, главна корист од званичне доларизације је смањење инфлације. Међутим, у складу са новим истраживањима наших економиста Александра Сокића и Николе Фабриса (Aleksandar Sokic, Fabris Nikola, 2013), евидентно је да у случају једнострано евроизоване Црне Горе корелација са инфлацијом са земљама евро зоне није значајна. Међутим, постоји значајна позитивна корелација раста производње у Црној Гори и економијама зоне евра, (Табела 62).

Табела 62. Квартална корелација између Црне Горе и зоне евра

Раст производње	Инфлација
0,321	0,206

Извор: Aleksandar Sokic, Fabris Nikola (25 april 2013), *Euroization and cyclical stabilization in Montenegro: an empirical analysis*, MPRA, Munich Personal RePEc Archive, Paper NO. 46537, p. 2 ili dostupno na adresi sajta <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/46537>, dostupno dana 20.01.2014.

Црна Гора је након спроведене доларизације имала инфлацију од 28% (2001), затим 9,3% (2002) и 6,7% (2003). У теорији у првим годинама доларизације долази до тежње ка изједначавању цена на тржиштима земље која је доларизована и земље емитента, па је овакво кретање било и очекивано. До значајног пораста цена дошло је у периоду кризе, тачније 2008. године када је инфлација износила чак 9%. У овом случају се радило о увезеној инфлацији која је узрокована великим приливом средства из иностранства и повећањем нивоа агрегатне тражње. У 2012. години Црна Гора је имала инфлацију од око 4,8%, што би требало да изазове забринутост. Узроке треба тражити у повећању цене енергената (течних горива и струје) на које се ланчано надовезало повећање цена других производа и услуга.

На основу званичних података Централне банке Црне Горе уочавамо да је стопа инфлације у периоду 2001-2013. године била 6,07%.¹⁶⁵ Треба нагласити да је просек раста потрошачких цена ЕУ-15 у периоду 2004-2011. године био 2,13%. Дакле, не постоји корелација по питању инфлације Црне Горе и еврозоне. У годинама пред светску економску кризу стопе привредног раста у Црној Гори су биле релативно високе. Међутим, кризни и посткризни период светске економске кризе обележава знатно мања стопа привредног раста у Црној Гори која је много ближа тренду привредног раста ЕУ-15. Уосталом, ослабљена производња, која је била занемарена у периоду просперитета на тржишту акција и некретнина, високе цене инпута и високе камате, блокирају поновно покретање бржег привредног раста у Црној Гори. Ове тенденције у кретању инфлације и привредног раста у Црној Гори се поклапају са претходним ставовима наших економиста, (Табела 63).

Табела 63. Стопа привредног раста Црне Горе и ЕУ-15 у периоду 2004-2011. године са проценом раста у 2012. и 2013. години

Земља	2004-2011.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Црна Гора	4,2	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	2,5	3,2	-0,4	1,5
ЕУ-15	1,0	2,4	1,9	3,1	3,0	0,1	-4,4	2,1	1,4	-0,4	0,5

Извор: UN /DESA, based on data of the United Nations Statistics Division and individual national sources

Ман (G. Man) заступа став да доларизација не мора нужно да доведе до снижења каматних стопа, јер ће премија за ризик бити присутна у зависности од буџетског дефицита, развијености финансијског система и др.¹⁶⁶ Калво и Веџ (Calvo и Vegh, 1992) су дошли до закључка да званична доларизација неће аутоматски обезбедити нивелацију домаћих цена и камата са светским каматама зато што питање кредибилитета неће аутоматски нестати због ризика земље, ризика клијената и сл. Иако каматна стопа има тенденцију изједначавања, она се исто тако увећава за ризик

¹⁶⁵ <http://www.tradingeconomics.com/montenegro/inflation-cpi>, доступно дана 23.01.2014.

¹⁶⁶ <http://www.iie.com/publications/testimony/testimony.cfm?ResearchId=343>, доступно дана 20.01.2014.

земље.¹⁶⁷ Дакле, једно од најважнијих питања је да ли постоји конвергенција каматне стопе доларизоване економије са стопама земље сидра. Чињеница је да се каматне стопе банака веома разликују у односу на то кад је реч о Црној Гори и еврозони.

Црна Гора је пример државе где се интереси доларизоване земље не морају неопходно поклапати са интересима земље емитента валуте, а чак и да се поклапају, ефекти на земљу периферије могу бити слаби и непредвидиви. Тако нпр. мере Европске централне банке за повећање ликвидности привреде путем смањења каматних стопа и обезбеђења јефтиних кредита нису стигле у Црну Гору. Након избијања економске и финансијске кризе, камате у еврозони су достигле историјски минимум, док су у Црној Гори повећане. Ово је делимично последица унилатералне евроизације будући да Црна Гора није део Европске монетарне уније и не полаже право на приступ кредитима Европске централне банке (ЕЦБ). Каматне стопе су у Црној Гори двоцифрене чиме осликавају слабу ликвидност у економији и висок кредитни ризик земље.

У том контексту Свистон (Swiston 2011) сматра да без обзира на то што нема девизног ризика код доларизације између каматних стопа у земљи сидра и доларизоване економије, оне могу бити и резултат других фактора: макроекономске ситуације, фискалне одрживости економије и карактеристика банкарског сектора. Голдфајн и Оливарес (Goldfajn и Olivares, 2000) сматрају да у доларизованој економији каматна стопа пада што може да буде резултат либерализованог финансијског система, а не само доларизације. У сваком случају, ови ефекти се не могу одвајати, а свакако се не може занемарити ни утицај развијености економије и ефикасност правног система. Све ове чињенице су допринеле заправо актуелној висини каматних стопа у Црној Гори а то су првенствено: неповољни макроекономски трендови, фискално неодржива политика, недовољно либерализован финансијски систем, неефикасан правни систем, висок ризик земље и успорен привредни раст.

Као решење за високе каматне стопе у већини западнобалканских економија прибегло се решењу да оне буду ограничене. И у великом броју западних економија данас се примењује неки вид ограничења каматних стопа. У САД свака федерална држава има своју регулативу по питању дозвољених каматних стопа, које се називају "границе зеленашења". Прописане границе каматних стопа у САД се крећу око 13%. У Немачкој важи принцип да камата може бити максимално два пута већа од просечне

¹⁶⁷ Calvo G., Vegh C., 1992, *"Currency Substitution in developing Countries"*, Washington, Dc: International Monetary Fund, Working paper 92/40, p. 41.

камате, коју објављује централна банка. У Француској камата може бити максимално 1,3 пута већа од просечне, а у Италији 1,5 пут. На Малти важи апсолутна граница за камату 8%.¹⁶⁸ Од краја 2012. године и у Црној Гори банке не могу у наредних шест месеци да одобравају кредите по камати већој од 15%, за физичка и 14% за правна лица. Ова мера је и дан данас присутна.

Што се тиче банкарског сектора у Црној Гори као и земљама региона, оно је увек огледало привреде чији су основни узроци растућа неликвидност реалног сектора исказана преко блокираних рачуна правних лица и предузетника. Уосталом, банкарство Црне Горе је било дубоко хаварисано кризама 90-их година 20. века. Актуелна економска криза у Црној Гори је оставила значајне последице на реални сектор, а продужено трајање кризе преселило је проблеме у банкарски сектор. Као и земљама региона, и овде је основни проблем раст ненаплативих кредита и још увек постоји значајан број банака са slabим перформансама које је скорошња криза довела на руб солвентности, што значи да консолидација банака ни у Црној Гори још увек није завршена. И током 2013. године изражен је проблем лоше активе и високих активних каматних стопа у Црној Гори. Црна Гора има висок степен концентрација у банкарству јер до 2012. године првих 5 банака има учешће око 70%. Учешће банкарског сектора према БДП-у Црне Горе крајем 2012. године износи 86%. И поред тога, иако у Црној Гори има 11 банака, банкарски сектор је недовољно конкурентан и управо због тих околности камате на кредите не падају.

У складу са теоријом, доларизација може појачати фискалну дисциплину. Међутим, свежа искуства Црне Горе делимично потврђују ту тезу. Значајнији успех је постигнут код буџетског дефицита а мање код јавног дуга Црне Горе. Истина, у моменту евроизације 2001. године буџетски дефицит у Црној Гори је износио високих 20% БДП-а.¹⁶⁹ Током 2012. године буџетски дефицит показује тренд пада тако да износи близу 3% БДП-а (до 3% маастрихтски критеријум ЕУ). С друге стране, јавни дуг Црне Горе је изузетно висок и у првом кварталу 2013. године је износио 69,6% (маастрихтски критеријум ЕУ 60%). Јавни дуг у Црној Гори је практично удвостручен у периоду 2007-2012. године.¹⁷⁰

¹⁶⁸ <http://www.portalanalitika.me/ekonomija/tema/86866-crnogorski-ylay>, доступно дана 26.01.2014.

¹⁶⁹ Фабрис, Н., 2004, "Економска политика у доларизованим економијама са посебним освртом на Црну Гору", Радна студија 1, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 30.

¹⁷⁰ <http://www.bankar.me-2012-08-05-strana-ulaganja-manja-383-budzets...>, доступно дана 31.01.2014.

Црна Гора не може искористити све предности финансијске интеграције са јачим финансијским и трговинским везама са земљама сидра, што би требало да буде циљ доларизације. Током 90-их година прошлог века режим оваквог девизног курса је по правилу значио макроекономску стабилност и подстицање трговинске интеграције између доларизоване земље и земље доларизације. Истина, старије истраживање које је спровео Клајн (Klaјn, 2002) не потврђују тезу да валутна унија оснажује билатералну трговину међу њеним чланицама.¹⁷¹

Супротно, новија истраживања указују да веће трговинске и финансијске интеграције негују пословни циклус корелација између привреда са различитим привредним структурама. Та новија истраживања нису потврђена кроз праксу у Црној Гори. Као доказ за то имамо да сада трговински токови Црне Горе имају значајне односе са Србијом, Босном и Херцеговином, Хрватском и другим ЦЕФТА економијама на простору Југоисточне Европе, економијама ван еврозоне. Насупрот овоме словеначки БДП је око 70% везан за Европску унију. У економијама Југоисточне Европе (Словенија и Хрватска су сада нове чланице ЕУ), приметан је изразити спољнотрговински дефицит који има Црна Гора са њима, (Табела 64).

Табела 64. Главни трговински партнери Црне Горе током 2013. године
(у милионима евра)

Извоз	Јануар-новембар 2013.
Србија	121,4
Хрватска	54,1
Словенија	34,4
Увоз	Јануар-новембар 2013.
Србија	464
Грчка	137
Кина	132,4

Извор: <http://glassrbije.org/privreda/slobodna-trgovina-sa-zemljama-cefta-i-efta>,
доступно дана 27.01.2014.

Ефектима доларизације наводно се прекида редистрибуција богатства која настаје у периоду инфлације на рачун оних који живе од фиксних прихода. Међутим, у случају Црне Горе то није тачно. У режиму доларизације је у Црној Гори дошло до превише богатих на једној страни,

¹⁷¹ Видети исто: Лакић С., 2006, "Инструментаријум монетарног менаџмента", Економски факултет, Подгорица, стр. 168.

што је имало за последицу ишчезавање тзв. средње класе. Неколико процената становништва је обogaћено (највише 5%), а највећи део становништва, а са њим и држава, је сиромашан. То потрђују и подаци да је 2013. године 70 хиљада становника у Црној Гори имало мање од 182 евра.¹⁷²

Као што смо видели, ефекти увођења евра у Црној Гори су на кратак рок били позитивни, али се сада појављују бројни негативни ефекти са којима се врло тешко борити. И коначно, шта ако дође до укидања евра (што је мало вероватно), или његове реформе? Црна Гора је увела немачку марку, а потом и евро уз сагласност немачке Бундесбанке, па би било логично да се у случају било каквих измена крене у структурне реформе привреде, јер су проблеми остали исти. Уосталом, није довољно користити евро само као средство плаћања.

¹⁷² Резултати пописа у Црној Гори из 2011. године су показали да Црна Гора има 625.266 становника.

14. Валутни (новчани) одбори у пракси земаља у транзицији

Валутни или новчани одбори или, како се још називају, валутна управа је аранжман са фиксним девизним курсом који је везан за валуту “сидро”, злато или чак за корпу валута. У систему валутног одбора сав новац се може конвертовати у резервну валуту. Такође се утврђује фиксни паритет између домаће и изабране валуте, уз могућност неограничене замене једне валуте за другу. Приликом примене валутног одбора домаћа валута је 100% покривена страном валутом. Земља са валутним одбором заправо увози монетарну политику земље резервне валуте. Режим валутног одбора захтева разумну и чврсту фискалну политику, па земље са уведеним валутним одбором најчешће имају проблем слабе фискалне позиције изражен кроз буџетски дефицит. Хроничан буџетски дефицит обично прати тешка дужничка позиција земље изражена кроз велики удео спољног дуга у односу на ГДП-преко 70% или у односу на извоз-преко 300%. Самим тим, увођење валутног одбора као курсног девизног аранжмана није довољан аргумент да се постигне стабилан привредни амбијент и раст у средњем и дугом року. Уосталом, избор валутног одбора за земље у транзицији међу академским круговима у економији је био контраверзан јер све указује на то да ће нефлексибилност система вероватно довести до нижег раста и више угрожених финансијских система.¹⁷³ Иначе, сама идеја валутног одбора се спроводи уз подршку ММФ-а, а понекад и на инсистирање ММФ-а.

Валутни одбори су у 19. веку били сасвим уобичајени у британским колонијама. Први валутни одбор је основан 1849. године на Маурицијусу, да би затим било преко 70 валутних одбора који су пословали у британској империји. Када су после Другог светског рата многе колоније стекле независност, у већини случајева власти нових независних држава су приметиле да валутни одбор није баш најадекватнији аранжман. Независна монетарна политика девизног курса сматрала се важном за постизање економског раста. Аранжман валутног одбора значи да се девизни курс или каматна стопа не може користити као активни инструмент

¹⁷³ Guilde Marie Anne (may 2008), 51 8, “Minsk Exchange Rate Regimes for Transition Economies: Were Currency Boards an Efficient Choice”, Itberationa conference May 19-20 2008., National bank of the Republic of Belarus, p. 54., preuzeto na osnovu rada Minsk Roubini, Nouriel, 1999, “The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths About the Benefits of Currency Boards”, Mimeo, NYU.

у макроекономској политици, па су отуда били пожељнији флексибилнији аранжмани. Иначе, монетарна политика резервне валуте одговара интересима дотичне земље са аспекта фазе привредног циклуса, али иста политика често није компатибилна са циклусном позицијом земље са уведеним валутним одбором.

Модел валутног одбора је највећу примену имао 40-их и 50-их година прошлог века, а потом је уследио период када је овакав модел аранжмана био пожељан само у малим и отвореним економијама, државама, градовима или острвима. Увођење валутног одбора је забележено у 38 случајева 1968. године, 20 случајева 1970. године, а само 9 крајем 80-их година.¹⁷⁴

У земљама у транзицији углавном су примењиване различите варијанте аранжмана валутних одбора. Током 1990-их година аранжмани валутних одбора уведени су у неколико транзиционих земаља, односно земаља у процесу трансформације економија од тзв. командне привреде ка тржишно оријентисаном систему, (Табела 65).

Табела 65. Валутни одбори и данашњи системи слични валутном одбору

Држава	Становништво	БДП	Почетак система	Курс/напомене
Аргентина	37 мил.	5.374 млрд.	1991	1 peso=US\$ 1/ слично валутном одбору
Бермуди	62.000	51.9 млрд.	1915	BM\$ 1=US\$ 1/ слаба контрола капитала
Брунеј	320.000	55.4 млрд.	1952	BN\$ 1= SG\$ 1/ слично валутном одбору
БиХ-а	3,5 мил.	55.8 млрд.	1997	1 KM=DM 1/ слично валутном одбору
Бугарска	8,2 мил.	534 млрд.	1997	1 lev= DM 1/ слично валутном одбору

¹⁷⁴ Видети исто: Ђуровић Тодоровић Ј., 2010, "Монетарна економија", Економски факултет, Ниш, стр. 244.

Кајманска острва	39.000	5930 мил.	1972	KY\$1=US\$ 1,20
Џибути	450.000	5.530 мил.	1949	177,72 Franc=\$US 1/ слично валутном одбору
Естонија	1,4 мил.	57.8 млрд.	1992	8 kruna= DM 1
Фокландска острва	2.800	-	1899	FK £ 1=UK£ 1
Фарска острва	41.000	5.700 мил.	1940	1 kruna= 1 DKK
Гибралтар	29,000	5.500 мил.	1927	G£ 1= UK£ 1
Хонг Конг	6.8 мил.	5.168 млрд.	1983	HK\$ 7,80 = US\$ 1/ више ортодоксан од 1998
Литванија	3.6 мил.	518 млрд.	1994	4 litai=US\$ 1/ слично валутном одбору

Извор: CIA (1999.) U.S. Central Intelligence Agency, CIA World Factbook ili dostupno na adresi sajta <http://www.odci.gov/cia/publications/factbook/index.htm>, dostupno dana 07.01.2014.

Естонија је прва транзициона земља која је увела аранжман валутног одбора у јуну 1992. године, а прати је Литванија која је у априлу 1994. године увела овај аранжман. Естонија је своју валуту везала за немачку марку, док је Литванија у почетку своју валуту везала за амерички долар а касније за евро. Већина ових земаља у транзицији је увела валутни одбор као одговор на тешке макроекономске дизбалансе. Литванија је једини изузетак јер је вредност валуте стабилизована пре примене аранжмана валутног одбора. Истина, треба поменути нешто што је интересно у вези са литванским и естонским валутним одбором. Обе земље су у Банци Енглеске, Банци за међународна поравнања и неким другим европским банкама имале златне резерве које су биле замрзнуте током Другог светског рата. Након стицања независности те резерве су помогле у оснивању валутних одбора. У ствари, оба валутна одбора су почела своје активности без резерви, са 100% покривености, тако да су биланси оба одбора у почетку били негативни. Покривеност у валутним одборима је тек касније постигнута. У Литванији се то десило тек после прве транше ММФ-а. Интересно је да су валутни одбори у литванској и естонској економији виђени само као привремена мера стабилизације на

путу ка ЕУ. У односу на друге валутне одборе карактеристичан је пример Банке Естоније која није држала владине обвезнице. То је омогућило већи утицај аутоматског прилагођавања у билансу плаћања. Такође је занимљив литвански одбор где није било промена у структури централне банке, па је, сходно томе, била нижа транспарентност активности одбора.

Оно што је заједничка карактеристика литванске и естонске економије у најновијем периоду посматрања (2004-2011.) јесте ефикасност овог курсног режима. То је доказано кроз укупну економску стабилност и одржив БДП, наспрот ЕУ-27 које прати нижи привредни раст, што је било врло корисно за приступање ЕРМ-у. Уосталом, од јануара 2011. године Естонија је члан еврозоне, док је очекивани датум за улазак Литваније у еврозону 2014. година, (**Табела 66**).

Табела 66. Стопа раста БДП-а у Бугарској, Естонији, Литванији и Летонији (BELL земље) и ЕУ-27 у периоду 2004-2011. године

Земља/годин а	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Бугарска	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7
Естонија	6,3	8,9	10,1	7,5	-3,7	-14,3	2,3	7,6
Летонија	8,9	10,1	11,2	9,6	-3,3	-17,7	-0,3	5,5
Литванија	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,4	5,9
ЕУ-27	2,5	2,0	3,3	3,2	0,3	-4,3	2,0	1,5

Извор: Georgieva Emilia (2012), *The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession, Review of European Studies, Vol. 4, NO 5, Published by Canadian Center of Science and Education, str. 195*

На основу доступних података, евидентно је да је у периоду 2004-2011. године Естонија чак 6 година имала буџетски суфицит, а буџетски дефицит 2 године. Што се тиче балтичких земаља, Естонија је апсолутни лидер са само 5,6% владиног дуга БДП, а овакво стање је успела да задржи и за време кризе када је имала дуг од 10,4% у 2012. години и 11,7% у 2013. години. Ако стање пропратимо кроз хармонизовани индекс потрошачких цена (HICPS-а) у истом временском периоду као пуноправне чланице ЕУ, у Естонији она је био је умерена (2010-2,7% и 2011-5,1%).

Насупрот овој економији Литванија је требало да се придружи еврозони 2007. године, али је њена инфлација премашила границу маастрихтских правила (2008-11,1%, 2009-4,2%, 2010-1,2% и 2011-4,1%).

Насупрот томе, просечна стопа инфлације ЕУ-27 за 2010. годину је износила 2,1% а за 2011. годину 3,1%. У еврозони је просечна стопа инфлације у 2010. године била 1,6%, а 2011. године 2,7%.¹⁷⁵ Иако је Литванија била позната по фискалној стабилности и ниској задужености, у периоду 2004-2011. године није била успешна као Естонија, јер је током овог периода имала буџетски дефицит. Према проценама Европске комисије, очекивани буџетски јаз у Литванији 2014. године очекује се да буде 2,5% и 1,9% у 2015. години. Иначе, сви кандидати за улазак у еврозону морају да испуне циљеве за буџетски дефицит, дуг, дугорочне каматне стопе и стабилност девизног курса.

Уосталом, присутне перформансе валутних одбора у Бугарској, Естонији, Литванији и Аргентини показују њихове различите карактеристике, (Табела 67).¹⁷⁶

Табела 67. Поређење основних карактеристика валутних одбора у Бугарској, Естонији, Литванији и Аргентини

	Бугарска	Естонија	Литванија	Аргентина
Установљење	Јул 1997.	Јун 1992.	Април 1994.	Април 1991.
Правни оквир	Закон о БНБ (Народна Банка Бугарске)	Закон о валути Републике Естоније, Закон о безбедности естонске круне, Закон о страној валути, Закон о централној банци, Закон о сигурности естонске круне	Закон о стабилности литаса	Закон о конвертибилности
Одредити валуту	Немачка марка, касније евро	Немачка марка, касније евро	Америчи долар, касније евро	Амерички долар

¹⁷⁵ Georgieva Emilia, 2012, "The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession", Review of European Studies, Vol. 4, NO 5, Published by Canadian Center of Science and Education, p. 196.

¹⁷⁶ Atanasov Yavor, Valchanov Dimitar (avgust 2011), "Currency Board as an Exchange Rate Arrangement: The Bulgarian Experience", Aarhus School of Business, Aarhus University, p. 54-55.

100% покривеност резерве	Да	Да	Да	Не
Могућност да се промени курс	Правни акт у парламенту	Парламент са квалификованом већином	Од стране владе	Уз сагласност конгреса
Регулација банкарског сектора	Да	Да	Да	Да
Домаћа актива коју држи централна банка	Не	Не	Не	До једне трећине као подршка монетарној бази
Депозити владе на рачунима централне банке	Да	Не	Да	Да
Зајмодавац као крајња функција ЦБ	Само у ванредним ситуацијама, ограничено на износ вишка девизних резерви	Само у ванредним ситуацијама, ограничено на износ вишка девизних резерви	Ограничено на износ вишка девизних резерви	Централна банка може смањити девизне резерве до 66% покривености валутних обавеза које одбор има и служи као зајмодавац у крајњој инстанци
Кредибилитет	Висок	Висок	Умерен	Низак

Извор: Atanasov Yavor, Valchanov Dimitar (avgust 2011), Currency Board as an Exchange Rate Arrangement: The Bulgarian Experience, Aarhus School of Business, Aarhus University, p. 54-55

Ако посматрамо случај Аргентине имамо да је као последица дугогодишње експанзивне монетарне политике проузроковало хиперинфлацију која је у просеку износила 325%, а кулминирала је између јуна 1989. и јуна 1990. године када је достигла ниво од 5.648%. Званична имплементација аранжмана валутног одбора као

режима монетарне политике и девизног курса отпочела је у априлу 1991. године, а напуштена је 2002. године.¹⁷⁷

У моменету успостављања валутног одбора пезос је био везан за амерички долар (амерички долар = износу домаћег новца-пезоса, тј. новчане масе у ужем смислу). Централна банка Аргентине је била спремна да се одрекне дискреционих права и овлашћења, а уз то се обавезала на поштовање једноставних правила овакве монетарне политике. У неким аспектима режим валутног одбора није испунио класичне критеријуме валутног одбора. Валутни одбор не би требало да учествује у активностима као што су куповина државних хартија од вредности, такође не би требало да регулише понашање пословних банака или делује као зајмодавац у крајњој инстанци. Треба истаћи да је у Аргентини постојала девизна контрола која је обезбеђивала преференцијални девизни курс за извознике. Једна трећина резерви деноминованих у доларе била је у облику државних обвезница. Аргентинска централна банка била је последње уточиште банака, па је нпр. током тзв. текила кризе 1995. године, давала средства неликвидним банкама, а прописивала је и обавезну резерву за пословне банке. Све ово је довело до пада кредибилитета Централне банке Аргентине и отворило је пут ка шпекулативим нападима на пезос.

Упркос мањем придржавању монетарних правила која прате аранжман валутног одбора, приписују му се макроекономска побољшања у тој латиноамеричкој привреди. Свакако највећи успех аранжмана валутних одбора у Аргентини је обарање инфлације на 3,9% у 1994. години. Томе у прилог иде и податак да је до 1996. године БДП Аргентине растао на годишњем нивоу између 3 и 8%. У посматраном периоду имамо здраву експанзију извоза, много већу него у претходној деценији, (**Табела 68**).

¹⁷⁷ Ascxinger Gerhard (march-april 2002), "Currency Board, Dollarisation or Flexible Exchange Rates for Emerging Economies?" Reflections on Argentina, Intereconomics, p. 112.

Табела 68. Аргентински стабилизациони програм у бројкама

	1980- 1989.	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.
Годишња стопа инфлације	750,4	4.933,3	1343,9	84,0	17,5	7,4	3,9	2,6	0,0
Раст БДП-а (годишњи раст)	-0,9	-6,2	-6,2	8,9	8,7	6,0	7,4	-4,4	3,0
Раст запослености (у %)	1,6	1,0	1,1	4,3	2,7	1,3	-0,2	-2,6	0,0
Раст извоза (годишњи, у %)	3,0	4,9	29,0	-3,0	2,1	7,2	20,8	32,4	4,0
Раст увоза (годишњи, у %)	-6,7	-21,0	-3,0	103,0	79,7	12,8	28,6	-6,8	7,0
Јавна владина потрошња (% од БДП)	33,1	35,6	29,8	29,3	28,7	28,4	27,2	27,0	27,0
Владин буџетски дефицит (% БДП)	-5,8	-7,6	-2,3	-0,3	0,1	1,2	0,1	-1,0	-2,0

Напомена: Инфлација у Аргентини је достигла врхунац 1989. године са 5100% , пала је на око 1200% 1990., а затим на 84% 1991. године.

Извор: http://www.nowandfutures.com/us_argentina.html, доступно дана 13.01.2014.

Поред позитивних ефеката политике валутног одбора у Аргентини, можемо говорити и о негативним аспектима овог режима који није био лек за проблеме у области макроекономске политике. Уосталом, значајно је погоршано социјално стање, повећани су незапосленост, сиромаштво, као и неједнакост у расподели дохотка, уз истовремено смањење зарада. Незапосленост је повећана са 6,1% у 1991. години на 15 % у 2000. години, а Аргентина је имала дефицит буџета већ неколико година. Однос дуга према БДП-у расте на 41% у 1998. години, затим 47% у 1999, 51% 2000. године, а 55% 2001. године. У истом периоду влада је подигла порез на добит у настојању да изврши ребаланс буџета, а 2001. године је уведен порез на финансијске трансакције. Стопа инфлације у 2001. години варира, почиње

са 4% и завршава годину са преко 40%. У исто време је рецесија у Аргентини била стално присутна.¹⁷⁸

Раст буџетског дефицита довео је до повећања забринутости због евентуалне девалвације. Отприлике 20 милијарди долара престонице Буенос Ајреса је “побегло” из земље у 2001. години. Такву ситуацију је пратила апresiasiја долара у касним 1990-им годинама. Аргентински извоз је постао мање конкурентан на светском тржишту. Сви ови ефекти прелили су се на реалну страну економије. Привреда Аргентине је тада била у рецесији. Последице тзв. мексичке кризе из 1995. године условиле су да банкарски депозити падну у року од неколико седмица, па је влада одговорила дерегулацијом финансијског тржишта (продајом државних банака). Упркос релативно снажном скупу правила која регулишу понашање аргентинског валутног одбора, режим је срушен у релативно кратком року, а домаћи и страни инвеститори су потврдили да аргентинска фискална политика владе је неодржива. И спољни шокови су додатно уздрмали валутни одбор у Аргентини. Први тест је био током мексичке кризе 1995. године када криза ликвидности условљава велики пораст каматних стопа, што негативно утиче на стопу раста привреде и незапосленост. Свакако се додатни удар на режим валутног одбора у Аргентини јавља услед азијске (1997) и руске кризе (1998) који даље подижу каматне стопе, где страни инвеститори постају много обазривији при инвесторању својих средстава. Додатну тешкоћу је изазавала Бразилска криза из 1999. године јер је Бразил примарни спољнотрговински партнер Аргентине.

Врло је интересантно искуство примене аранжмана валутног одбора који је у јуну 1997. године уведен у Бугарској после неколико неуспелих покушаја стабилизације. Пре увођења овог аранжмана инфлација у Бугарској крајем 1997. године је износила 578,5% (2.040,4% 1997. године, 310,8% 1996. године). И други макроекономски индикатори су били врло лоши: двоцифрени негативни привредни раст 1996. године-10,9%, основна каматна стопа БНБ (Народна Банка Бугарске) на врхунцу економске кризе је била 200%, кредит БНБ као резултат крајњег уточишта је био стално у порасту, а био је евидентан и стални буџетски дефицит и други негативни макроекономски трендови, (Табела 69).

¹⁷⁸ Видети исто: http://www.nowandfutures.com/us_argentina.html, доступно дана 13.01.2014.

Табела 69. Макроекономски индикатори Бугарске пре увођења аранжмана валутног одбора

	(у %)				
Индикатор/година	1995.	1996.	1997.	1997.	1998.
Реални раст БДП	2,1	-10,9	-	-6,9	3,5
Инфлација	32,9	310,8	2.040,4	578,5	1,0
Фискални баланс(проценат ГДП)	-6,4	-13,4	-62,1	-2,1	1,3
Раст примарног новца	50,5	92,4	780,0	780,0	9,8
БНБ кредит банкама (% промена монетарне пасиве)	-7,8	122,4	67,5	4,5	-36,6
Финансирање банака фискалног баланса	4,9	14,5	40,7	-3,2	-0,3
Раст резервног новца	50,5	92,4	780,0	780,0	9,8
Номинална каматна стопа	19,4	116,6	128,6	0,03	0,38
Девизни курс (lew/US dollar)	70,7	487,4	1021,9	1776,5	1675,1
Девизни курс (lew/deutsche mark)	49,3	313,4	946,9	1000,0	1000,0

Извор: Gulde Marie, Anne (September 1999), *The role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization, Finance development, A quarterly magazine of the IMF, Volume 36, Number 3, Washington* ili dostupno na adresi sajta <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/gulde.htm> , dostupno dana 20.01.2025.

Механизам валутног одбора у Бугарској је обезбедио да сва домаћа валута у оптицају буде покривена девизним резервама кроз однос немачке марке и бугарског лева. Да би се повећало поверење у банкарски ситем на почетку примене валутног одбора, он је обезбедио могућност банкама да приме ограничenu, али значајну помоћ од око 300 милиона долара или једну петину девизних резерви Бугарске. Није изостала новчана помоћ од стране ММФ-а, USAID-а и других међународних организација.

Према анкетама спроведеним у Бугарској, режим валутног одбора до данас када је лев везан за евро, има највише поверења од стране јавности. Ово је подразумевало апсолутну монетарну и фискалну дисциплину, што је резултирало стабилношћу чак и у условима кризе руске рубље из 1998. године, јер је Бугарска до тада била највећи економски

партнер Русије. Тако је Бугарска смањила годишњу инфлацију на 1% до краја 1998. године.

Од приступања еврозони 01.01.2007. године Бугарска има стабилан привредни раст. Истина, евидентна је висока незапосленост пријављена од стране Националног завода за статистику која од 2003-2013. године у просеку износи 10% (2012-12,6%, 2011-11,7%, 2010-10,2%). Ако направимо поређење у периоду 2004-2011. године незапосленост ЕУ-27 је била од 7 до 9%. Међутим, други макроекономски параметри под овим режимом су изузетно повољни. Годишњи фискални рачун најближе балансира од било које друге земље према ЕУ. Дуг Бугарске је један од најнижих у Европи и он илуструје степен стабилности јавних финансија и политичку вољу да се ојача финансијска стабилност. У Бугарској је однос консолидованог владиног дуга/БДП за пример и није ни близу Мастрихтског споразума од 60% БДП-а (2004-37%, 2005-27,5%, 2006-21,6%, 2007-17,2%, 2008-13,7%, 2009-14,6%, 2010-16,3% и 2011-16,3%). Што се тиче новчане масе, у Бугарској је регистрован стабилан раст током низа претходних година. Уосталом, током пет година чланства у ЕУ Бугарска је забележила буџетски суфицит за две године (2007. и 2008. године) и три године буџетског дефицита (између 2009. и 2011. године). Подаци показују да ће Бугарска успети у постизању планираног буџетског дефицита и 2012. године. У 2009. години расходи су износили 40,7% БДП-а, у 2010. години 37,4%, а у 2011. години 35,2% (у односу на 49,1% за ЕУ-27 и 49,3% за еврозону у 2011. години). Ову тенденцију прати НЦР-с (Хармонизовани индекс потрошачких цена) у Бугарској који се може описати као умерен са стопом инфлације од 2,5% 2009 године, 3% 2010. и 3,4% 2011. године. (ЕУ-27 2009. године - 1%, 2010. године - 2,1% и 2011. године - 3,1%).¹⁷⁹ Ови макроекономски индикатори показују да Бугарска евидентно има позитивна искуства код примене концепта валутног одбора.

Бивша југословенска република Босна и Херцеговина од јуна 1997. године такође уводи валутни одбор. Овај режим монетарне политике и политике девизног курса заснива се на законом експлицитно утврђеним правилима у погледу начина пуштања новца у оптицај. Та правила искључују право дискреције тј. право одлучивања у домену тих политика. Основна правила валутног одбора садржана су у Закону о централној банци. Као прво, курс конвертибилне марке као националне валуте

¹⁷⁹ Видети исто: Georgieva, Emilia, 2012, *"The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession"*, Review of European Studies, Vol. 4, NO 5, Published by Canadian Center of Science and Education, str. 197.

фиксиран је у сразмери 1 ЕУР=1.95583 конвертибилне марке. Девизни курс представља фиксирану номиналну варијаблу (номинално сидро) за коју се везују инфлациона очекивања јавности, чиме се обезбеђује стабилност цена у економији. Такође је загарантована пуна конвертибилност домаће валуте у резервну валуту и обрнуто. Централна банка Босне и Херцеговине врши емисију и повлачење новца куповином и продајом конвертибилних марака у замену за стране валуте. Трансакције ЦБ БиХ врши са комерцијалним банкама, као и са државним институцијама које имају код ње своје депозите. Нето девизне резерве ЦБ БиХ у сваком тренутку морају да покрију њене монетарне обавезе у конвертибилним маркама тј. новчанице и ковани новац у оптицају, салда рачуна комерцијалних банака и остале депозите по виђењу код ЦБ. Код валутног одбора ЦБ БиХ изостаје кредитирање било ког сектора у економији где ЦБ БиХ нема могућност монетаризације фискалног дефицита и не врши функцију крајњег кредитора ради превазилажења ликвидности комерцијалних банака.

Оно што је евидентно Босна и Херцеговина је мала и отворену економија која је концептом валутног одбора постигла завидне резултате, нарочито у погледу привредног раста и сламања инфлације, што је веома близу земљама ЕУ са најбољим инфлаторним карактеристикама и стопом привредног раста. Годишња стопа раста БДП-а у Босни и Херцеговини пријављена од стране ЦБ БиХ у периоду од 2004-2012. године у просеку је износила 3%.¹⁸⁰ Међутим, ефекти светске економске кризе су ипак утицали на стагнацију БДП-а, од скоро -3% 2009. године. Босна и Херцеговина у посткризном периоду бележи благи привредни опоравак, исказаног кроз стопу привредног раста, (Табела 70).

Табела 70. Стопа реалног раста БДП-а и инфлације Босне и Херцеговине у периоду 2004-2013. године

Индикатор/година	2004.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Реални раст БДП-а	6,3	6,0	6,1	5,6	-2,9	0,7	1,7	1,3	-
Инфлација (годишња стопа раста у %)	1,1	4,6	4,9	3,8	-0,4	1,9	3,7	2,9	1,6

Извор: Буровић Тодоровић Јадранка, Ђорђевић Марина (2011), Економски факултет, Ниш, стр. 115 и подаци за инфлацију преузети са сајта <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=bk&v=71>, доступно дана 21.01.2014. године и подаци за раст БДП преузети са сајта: <http://www.qmfaq.com/gdp-data-country-reports/313-bosnia-and-herz>, доступно дана 21.01.2014.

¹⁸⁰ <http://www.tradingeconomics.com/bosnia-and-hercegovina/gdp-growth...>, доступно дана 20.01.2014.

Генерално посматрано, земље које су увеле валутни одбор или евро у периоду 2002-2012. године имале су релативно стабилне нивое инфлације. Насупрот њима, земље које су имале пливајуће девизне курсеве су имале високу инфлацију. Сагледавајући просечну стопу незапослености у истом временском периоду економије које су имале валутне одборе или евро су имале најниже стопе незапослености. Успешна примена концепта валутних одбора у неким привредама у транзицији (нпр. у Бугарској, Босни и Херцеговини и Естонији), подстакла је разматрање евентуалног увођења овог режима у осталим земљама Југоисточне Европе, (Табела 71).

Табела 71. Просечна годишња инфлација и стопа незапослености у транзиционим економијама за период 2002-2012. године

(у %)

Земља	Валутни одбор или евро	Чврсти фиксни курс	Меки фиксни курс	Пливајући	Стопа незапослености
Румунија				11,07	7,1
Словенија	3,83				6,5
Словачка	4,06				15,2
Србија				9,26	18,2
Пољска				2,97	13,8
Црна Гора	3,94				-
Македонија		2,45			33,6
Малта	2,51				-
Литванија	3,16				11,9
Летонија			5,09		12,1
Мађарска				5,49	7,9
Естонија	4,29				10,2
Кипар	2,57				5,5
Хрватска		2,78			12,8
Чешка Република			2,57		7,1
БиХ	2,67				29,0
Бугарска	5,45				11,7
Албанија		2,99			14,4
Просек	3,60	2,74	3,83	7,19	13,56

Извор: <http://katalaksija.co/2013/04/05/fiksni-kurs-ya-dinar/...>, доступно дана 18.02.2014.

Ипак, највећи проблем економија Бугарске, Литваније и Босне и Херцеговине је корупција који је права “куга” за њихова друштва, чиме се подрива финансијски систем и сви резултати које је постигао аранжман валутног одбора. И овде је Естонија лидер по најмањој стопи корупције у друштву, (Табела 72)

Табела 72. Ранг листа изабраних земаља по индексу корупције у свету

	Позиција земље по индексу корупције 2011. године	Позиција земље по индексу корупције 2012. године
Хонг Конг	12.	2.
Естонија	29.	24.
Литванија	50.	27.
Бугарска	86.	59.
Босна и Херцеговина	91.	125.

Извор: <http://www.cato.org/publications.comentarz/Bulgaria-fifteen-years-later>,
доступно дана 16.01.2014.

IV ЕФЕКТИ И ПЕРСПЕКТИВА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ

Основна карактеристика изабране монетарне стратегија НБС после 2000. године карактерише мешавину девизног курса и банкарског кредитирања као најважнијих трансмисионих канала монетарне политике. Истина, Србија је имала два јасно издиференцирана и временски ограничена периода монетарне политике: први, кроз коришћење концепта руковођеног девизног курса као номиналног сидра од 2000-2006. године и други од 2006. године до 2013. године, где је за номинално сидро коришћена краткорочна каматна стопа као оперативни таргет, уз двонедељне репо операције као инструмент монетарне политике. У овом периоду се користе и интервенције на девизном тржишту као помоћни инструмент монетарне политике уз допуштање већег степена осцилација девизног курса. Као последица ових интервенција на девизном тржишту имали смо периоде депресијације и апресијације девизног курса националне валуте у посматраном периоду. И на крају НБС на располагању је била и доста ригидна мера првенствено кроз често мењање стопе обавезних резерви у претходном периоду. Сви ови инструменти монетарне политике током своје примене од 2000. године до 2013. године су иза себе имали мање/више лоше перформансе привреде Републике Србије. Отуда, оваква комплексна ситуација у привреди Србије је нагнала потребу за мерама кроз унапређење монетарне стратегије. Иначе, стоји констатација да је НБС само монетарним мерама покушавала да унапреди стање у реалном сектору економије, уместо обратно, што је имало итекако ограничавајући ефекат.

15. Карактеристике режима монетарне политике НБС у периоду после 2000. године

15.1. Репо каматна стопа као најважнији инструмент новог оквира монетарне политике

Коришћењем девизног курса као номиналног сидра, НБС је успела да после петоктобарских промена 2000. године до 2003. године смањи инфлацију на ниво испод 10%. Међутим, од 2003. године постепена депресијација смањила је дезинфлаторни утицај, па у Србији од 2004. године поново имамо инфлацију. Растућа инфлација и висок прилив капитала принудили су НБС на напусти монетарну стратегију руковођеног девизног курса и допусти већи степен осцилација у складу са тржишним условима. После 2005. године је висок прилив капитала, углавном од приватизације, допринео депресијацији девизног курса, што је имало дезинфлаторни утицај и обарање инфлације. Са политике управљања номиналним девизним курсом у контроли инфлације 2006. године се прешло на нови модел монетарне политике. Од тада НБС спроводи операције на отвореном тржишту обављањем трансакција репо или трајне куповине и продајом хартија од вредности. Конкретно, НБС спроводи репо трансакције продаје, односно куповине хартија од вредности, с роком од две седмице (12 до 16 дана).

Референтна каматна стопа је највиша односно најнижа каматна стопа коју НБС примењује кроз поступак куповине односно продаје хартија од вредности. Висина референтне каматне стопе утврђује се одлуком НБС. У поступку спровођења монетарне политике референтна каматна стопа има улогу полазне и истовремено сигнализирајуће каматне стопе, тзв. репера за формирање осталих каматних стопа на новчаном тржишту. То је стопа по којој НБС продаје благајничке записе пословним банкама, уз обавезу да их откупи за 14 дана. Иначе, референтна каматна стопа је репер на новчаном тржишту по којој су водеће српске банке спремне да међусобно позајмљују новац (динаре).¹⁸¹

¹⁸¹ Референтна и есконтна стопа изједначене су од 12.05.2010. године изменом одлуке о висини есконтне стопе НБС ("Службени гласник РС", број 31/10).

Ако пређемо на терен практичних дешавања у Србији, НБС је у периоду 2006-2013. године водила углавном рестриктивну монетарну политику, самеравајући је са висином референтне каматне стопе НБС, која је углавном имала двоцифрен предзнак (5 пута у 8 посматраних година 2006-2013. године). Основна каматна стопа коју НБС плаћа банкама да би куповале њене репо хартије није утицала на промене камата, јер је више од 70% активе у банкарском сектору Србије индексирано у еврима.¹⁸² У Србији управљање портфолиом од стране банака, није било могуће јер су банке у политици пласмана хартија од вредности куповале хартије од вредности НБС (уз то им је НБС плаћала камату на годишњем нивоу у распону од 14% 2006. године, 17,75% 2008. године, 11,50% 2010. године, 9,75% 2011. године до 9,50% 2013. године). Отуда није могуће очекивати да пласмани у привреди и становништву буду испод тог новца.

У актуелној ситуацији када држава нема великог прилива страног капитала (као што је нпр. било у условима приватизације у претходном периоду у Србији, и вишка ликвидности на тржишту), референтна каматна стопа ће имати мали утицај на цене. Ипак, у условима ограничене и врло слабе привредне активности држава би евентуално требало да административним путем ограничи камате од стране банкарског сектора.¹⁸³ Такав концепт ограничавања каматних стопа привреди и становништву је присутан и у суседним државама (Црној Гори, Хрватској, Македонији) и другим земљама ЕУ.

Оно што је евидентно да је у великом броју земаља које имају веома ниску референтну каматну стопу актуелна нижа стопа инфлације. Очигледно је да потреба за привредним растом, а не ограничење тражње кредита и страх од инфлације, превагнула у монетарној политици земаља које имају ниске референтне каматне стопе.

¹⁸² Ради регулисања ликвидности банкарског система, НБС је омогућила коришћење кредита за ликвидност. Ломбардни кредит НБС одобрава банци до износа од: 80% номиналне вредности заложених благајничких записа НБС, 80% номиналне вредности заложених краткорочних хартија од вредности РС, 60% номиналне вредности заложених динарских дугорочних хартија од вредности РС до чијег рока доспећа није остало више од две године и/или 60% динарске противвредности номиналне вредности заложених девизних обвезница РС до чијег рока није остало више од две године, прерачунате по званичном средњем курсу на дан давања ломбардног кредита.

¹⁸³ Ово је посебно неопходно да се банке путем камата понашају у складу са актуелним околностима, посебно када је Србију погодила елементарна катастрофа од поплава 2014. године.

Народна банка Србије и почетком 2014. године уз снижена инфлаторна очекивања (овакав тренд је био присутан и у другој половини 2013. године уз појаву дефлације) треба да постепено релаксира монетарну политику снижавањем своје репо стопе. Напоменимо да је упркос присутној дефлацији у Србији током 2013. године задржана једна од највиших камата у Европи. Тако је током 2012. године референтна каматна стопа у Хрватској била 4,74%, Словенији 0,75%, Чешкој 0,50%, Пољској 4,75% и Словачкој 0,75%.

Актуелно смањење инфлаторних очекивања у Србији подстакнуто је смањењем агрегатне тражње, што је узроковано смањењем куповне моћи становништва током 2013. године, а додатно је подржано и замрзнутим платама и пензијама. Смањењем тражње грађани не могу да плате више цене. Ова ситуација је произвела тзв. сиротињску инфлацију у Србији. Овоме треба додати и смањење свих видова потрошње, укључујући и инвестиције крајем 2013. и почетком 2014. године. Намеће се закључак да, ако се и даље одуговлачи са успостављањем релаксирајуће монетарне политике и смањењем репо стопе НБС, постоји опасност по привредну активност. С обзиром на наведено, поставља се питање зашто се не смањује референтна каматна стопа и о каквом негативаном ефекту по привреду је реч. С тим у вези треба истаћи да снижавање референтне каматне стопе НБС увек има постепени ефекат и да утиче на смањење камата на динарске кредите на дужи рок с обзиром на збивања на тржишту. Такође постоји тзв. референтна замка, односно са даљим смањивањем репо камате НБС постоји могућност повлачења вишка ликвидности банкарског сектора Србије кроз повлачење итекако неопходног новчаног капитала, при чему банке могу да повуку новац сваке две недеље. Због свих наведених околности треба бити опрезан, али и поред свега треба енергичније смањивати референтну каматну стопу.

Евидентно је да је у Србији важила категорија скупог новца, што је очигледно кроз висину активне каматне стопе НБС у периоду 2000-2013. године. Веома велике турбуленције активних каматних стопа НБС резултат су турбулентних привредних околности и стања у којем се налази привреда Србије. Актуелни проценти есконтних и ломбардних стопа у посматраном периоду показују да се желело управљати инфлацијом, а све у циљу подршке претежно рестриктивној монетарној политици у претходном периоду. Јасно је да су сва дешавања везана за кретања активних каматних стопа у Србији одраз реалних привредних кретања и превеликог ослањања искључиво на монетарне мере НБС. Ове монетарне мере су иначе имале ограничен дезинфлаторни утицај, што доказује и просечна инфлација са једноцифреним предзнаком од 9,26% у периоду 2002-2012. године. Њен проценат је смањен током 2013. године, (Табела 73).

Табела 73. Активне каматне стопе НБС и стопа инфлације у Србији

(у %)

Година	Есконтна каматна стопа	Референтна каматна стопа	На ломбардне кредите	Стопа инфлације
2000.	26,34	-	27,13	70,0
2001.	16,43	-	16,92	80,6
2002.	9,50	-	15,20	14,8
2003.	9,00	-	14,40	7,8
2004.	8,50	-	-	13,7
2005.	8,50	-	-	12,7
2006.	8,50	14,00	-	6,6
2007.	8,50	10,00	-	11,0
2008.	8,50	17,75	-	8,6
2009.	8,075	9,50	-	6,6
2010.	11,50	11,50	-	10,3
2011.	9,75	9,75	-	7,0
2012.	11,25	11,25	-	12,2
2013.	9,50	9,50	-	7,8

Извор: <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/drag-kam-2.jpg>, доступно дана 12.03.2014. и подаци за стопу инфлације преузети са сајта: <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014. а на основу података НБС

15.2. Обавезна резерва у улози помоћног инструмента монетарне политике у Србији

Народна банка Србије користи обавезну резерву као помоћни инструмент онда када су исцрпљени ефекти осталих тржишних мера монетарног регулисања. Одлуку о висини стопа, као и основици за обрачун обавезне резерве доноси Извршни одбор НБС. Са финансијског аспекта посматрано, обавезна резерва представља износ средстава које су банке у обавези да држе на рачунима код Централне банке. Овај износ се обрачунава множењем стопе обавезне резерве са основицом за њен обрачун. Основицу за обрачун обавезне резерве чине обавезе које банке

имају према клијентима тј. извори средстава (депозити-динарска или девизна штедња, примљени кредити и хартије од вредности). Обавезна резерва се обрачунава искључиво на обавезе које банке имају према клијентима тј. на изворе средстава пословних банака. Стопа обавезне резерве може бити јединствена или пак диференцирана према рочној и/или валутној структури извора средстава. У случају НБС треба имати у виду да на име обавезне девизне резерве, које држи од стране пословних банака, НБС враћа пословним банкама по престанку коришћења одређеног извора средстава (истек ороченог депозита и сл.).

Активно коришћење обавезне резерве у условима руковођеног пливајућег курса као сидра имало је за циљ да у првом периоду појача девизни курс као изабрано сидро монетарне политике, а касније, у ери примене новог оквира монетарне политике 2006. године, кредитни и каматни канал. У овом периоду је стопа обавезне девизне резерве коригована навише или је њена основица стално проширивана. Циљ ове мере је спречавање задуживања банака у иностранству и смањење кредитне активности банака. Генерално узев, циљ је био смањење нивоа новчане масе ради стабилизације девизног курса чији је крајњи ефекат требало да има утицај на стабилност цена у Србији. Као доказ за то имамо да је просечна стопа обавезне девизне резерве у периоду 2004-2005. године била око 37 до 38%, али прилично променљивог карактера, да би до средине 2006. године имала континуирани тренд раста на ниво од око 45%. У истом периоду просечна динарска стопа обавезне резерве је варирајућег карактера тако да њена одступања иду у опсегу од 18 до 21% крајем 2003. године, затим расте током 2004. све до септембра-октобра 2005. године. Након тог периода, крајем 2005. године, просечна динарска стопа обавезне резерве има стабилан раст на око 18 до 19%. Овај период је карактеристичан по томе што смо имали девизни курс као сидро монетарне политике.

У периоду примене новог оквира монетарне политике, нарочито крајем 2006. године и током 2007. године, просечна стопа обавезне динарске резерве је у сталном паду до нивоа од око 13-14%. Сви ови трендови су у складу са изабраном монетарном стратегијом НБС.

Ради ублажавања утицаја светске економске кризе, НБС је у периоду 2006-2010. године вршила умањење основице за обрачун обавезне резерве пословним банкама између осталог и за износ пласираних стамбених кредита, и то првенствено динарских, са девизном клаузулом осигураних код Националне корпорације за осигурање стамбених кредита (НКОСК). НБС је тиме желела да стимулише пословне

банке баш за ове кредите. Овом мером су пословним банкама додатно снижени трошкови.

Евидентно је да је стопа обавезне резерве током дугог периода била доста висока, нарочити њен девизни део. Циљ ових мера било је спречавање задужења банака у иностранству и смањење кредитне активности банака. Све ово се поклапало са опредељењем НБС која је углавном преферирала рестриктивну монетарну политику, а све ради подршке стабилности цена. Као илустрацију можемо навести пример Одлуке о обавезној резерви код НБС ("Службени гласник РС", бр. 116/06) која је била на снази у периоду 2006-2010. године према којој је стопа обавезне девизне резерве износила чак 45%, изузев на девизну штедњу (40%), девизне субординиране обавезе (20%) и девизна средства давалаца лизинга (100%).

Из другог угла посматрано, средином 2013. године однос издвојене обавезне резерве и укупних депозита, односно активе банака, у Србији је највиши у региону, док је у Црној Гори најнижи. Ово јасно говори о монетарној стратегији НБС која је у складу са вођеном рестриктивном монетарном политиком током 2013. године, (Табела 74).

Табела 74. Однос издвојене обавезне резерве и укупних депозита, односно активе банака и обавезне резерве у Србији и региону Југоисточне Европе јуна 2013. године

(у %)		
Земља	Обавезна резерва/ депозити банака	Обавезна резерва/ актива банака
Србија	28,60	14,39
Босна и Херцеговина	21,89	13,10
Македонија	12,40	7,10
Хрватска	10,20	7,20
Црна Гора	9,30	6,40

Извор: Макроекономски извештај ЦБЦГ-II квартал 2013, Монетарна кретања, Подгорица, октобар 2013, стр. 43.

На основу овога се може закључити да овако диференциране стопе обавезних резерви фаворизују динарске изворе у односу на девизне, што је у складу са одабраном стратегијом НБС. На тај начин се пословним банкама пружа могућност да прибављањем средстава из динарских извора преко две године сами себи укину обавезу издвајања обавезне резерве (стопа 0%

на преко две године). Почетком 2014. године актуелно је смањење обавезне девизне резерве банака на изворе финансирања банака са роком до две године са 30 на 29%, а на изворе преко две године са 25 на 22%. Повећан је део обавезне девизне резерве банака који се издваја у динарима на 32% на изворе рочности до две године, и на 24% на изворе рочности преко две године. Циљ ових мера је стабилизовање пројектоване инфлације, благо смањење трошкова кредита, олакшано рефинансирање, као и стабилизација кретања на девизном тржишту. Кроз ове мере банке треба да прибављају дугорочније изворе финансирања, (Табела 75).

Табела 75. Актуелне стопе обавезне резерве за 2014. годину

(у %)		
Валута	До две године	Преко две године
У динарима	5	0
У девизама	29	22
У девизама-на динарске обавезе индексирани девизном клаузулом	50	50

Напомена: У периоду од фебруара 2007. до новембра 2011. године присутан је тренд смањења ефективне стопе обавезне девизне резерве и то са 39,7% на 23,2%.¹⁸⁴

Издавање обавезне резерве

<u>У динарима</u> - износ обрачунат применом стопе (5%) на динарске изворе до две године - 32% износа обрачунатог применом стопа на девизне изворе до две године, у динарској противвредности, - 24% износа обрачунатог применом стопа на девизне изворе преко две године, у динарској противвредности
<u>У девизама</u> - 68% износа обрачунатог применом стопа на девизне изворе до две године, - 76% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе преко две године.

Извор: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/, доступно дана 17.03.2014.

¹⁸⁴ Ефективна стопа обавезне девизне резерве је рачунски изведена вредност (из различитих диференцираних вредности) и има информативни карактер, доступно на адреси сајта: <http://efektiva.rs/aktuelnosti-kredit/sta-je-obaveznba-rezerva>, доступно дана 17.03.2014.

Централна банка може, а не мора, да плаћа каматну стопу на обавезну резерву. Различита истраживања су показала да је нулта стопа приноса на обавезне резерве заправо неадекватно решење. С обзиром на то да јој издвојена новчана средства код централне банке не доносе приход, то представља трошак за пословну банку. Стога банка терет некаматоносне обавезне резерве пребацује на правна и физичка лица тј. своје клијенте. Они стога плаћају вишу камату на узете кредите, а узимају мању камату на своје депозите. Следећи праксу развијених тржишних економија, НБС банкама плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве у обрачунском периоду до нивоа који не прелази износ обрачунате динарске обавезне резерве. Камата се обрачунава и плаћа по каматној стопи у висини од 2,5% током 2013. и почетком 2014. године на годишњем нивоу на износ оствареног просечног дневног стања издвојене обавезне динарске резерве банака.

Током периода од 2005. до 2008. године, каматне стопе на обавезну динарску резерву имале су за циљ да на неки начин стимулативно делују на банкарски сектор Србије, а све ради тога да банке не би пребациле терет непласирања овог дела ликвидних средстава на своје клијенте кроз више каматне стопе. Примена девизног курса као сидра монетарне политике 2005. године карактерише ниво пасивних каматних стопа на издвојене динарске обавезне резерве од 35% тада актуелне есконтне стопе и 20% водеће важеће референтне стопе на ЕУР и УСД, на издвојену обавезну девизну резерву.¹⁸⁵ Недуго затим укинута је плаћање камате на издвојену обавезну девизну резерву банака. Од новембра 2006. године током примене тзв. новог оквира монетарне политике пасивне каматне стопе на издвојену динарску обавезну резерву код НБС су износиле 2,50%, (**Табела 76**).

¹⁸⁵ Напоменимо да је износ есконтне стопе НБС 2005. године износио 8,50%.

Табела 76. Каматне стопе по основу обавезне резерве и есконтна/референтна каматна стопа у периоду од јануара 2005. до септембра 2008. године

(у %)

Важи од	Каматне стопе на динарску ОР		Есконтна/ референтна стопа НБС	Каматне стопе на девизну ОР	
	Активна	Пасивна		Активна	Пасивна
11.01.2005.	400% есконтне стопе	35% есконтне стопе	8,50	400% есконтне стопе	20% водеће важеће референтне стопе на ЕУР и УСД укинута плаћање камате
11.05.2005.	-	-		-	-
01.09.2006.	Референтна стопа НБС +16 п.п.	Референтна стопа НБС - 15 п.п.	14%	Референтна стопа НБС + 16 п.п.	-
11.11.2006.	-	2,50%	-	-	-
18.09.2008.	150% референтне стопе НБС	-	17,75	3 м еурибор + 10 п.п.	-

Напомена: Подаци о есконтној стопи за 2005. годину и референтној каматној стопи за 2006. и 2008. годину преузети из: Review on NBS Money Market Interest rates, NBS, Belgrade, 2008, стр. 15

Извор: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/30_4_1_5.html, доступно дана 18.03.2014.

16. Трансмисиони канали монетарне политике НБС и његове специфичности

16.1. Девизни курс и банкарско кредитирање као најважнији трансмисиони канали монетарне политике

Канал девизног курса и банкарског кредитирања су врло важни канали трансмисионе монетарне политике у Србији. Преко утицаја каматне стопе на девизни курс, монетарна политика утиче на нето извоз. Виша каматна стопа значи јачу валуту, а јача валута утиче на смањење нето извозне тражње и производње. Насупрот томе, нижа каматна стопа слаби домаћу валуту, а депресијација валуте утиче на пораст извоза и БДП-а. Такође, промене девизног курса утичу на цене увозне робе и услуга, што доводи до директног раста цена (код производа искључиво или доминантно увозног порекла) или индиректног раста цена (преко раста трошкова увозних компоненти садржаних у домаћим производима). Иначе, Србија је у претходном транзиторном периоду од 2000. до 2013. године прошла кроз период депресијације а затим и апресијације своје валуте.

Почетак макроекономске стабилизације у Србији крајем 2000. године карактерише коришћење девизног курса као номиналног сидра за заустављање и обарање стопе инфлације са 80,6% током 2001. године на близу 15% 2002. године. У октобру 2000. године званични курс изједначен је са тржишним и НБС напушта политику фиксног девизног курса. Уведен је режим руковођено флукутирајућег курса, што је упоредо са либерализацијом цена требало да доведе до обарања инфлаторних очекивања и раста тражње за новцем. Истина, Србија је *de facto* према еврџ имала фиксни курс све до 2003. године. Коришћење девизног курса као номиналног сидра до краја 2002. године, поред снажне реалне апресијације домаће валуте, је утицало на формирање очекивања да ће инфлација бити заустављена¹⁸⁶.

Међутим, практична дешавања су потврдила да је висок прилив иностраног капитала, који је по разним основама доспео у Србију од

¹⁸⁶ Комазец С., Ристић Ж., 2012, "Монетарна економија и банкарски менаџмент", Београд, стр. 302.

почетка транзиције, вештачки допринео да БДП у Србији у периоду од 2000. до 2008. године порасте 47%, односно просечно 4 до 5% годишње. Он се истина заснивао на порасту вредности трговине и услуга, а не на расту инвестиција и производње, што је била логична последица макроекономске политике Вашингтонског консензуса. У периоду 2002-2008. Србија има и просечну инфлацију од 11,45%, уз девизни курс који је био депресиран.¹⁸⁷ Овај период је био карактеристичан и по високом учешћу јавног дуга у БДП-у, с тим што је дошло до његовог пада 2006-2009. године као резултат отписа дуга Париског и Лондонског клуба, ограничења нових задуживања, прихода од приватизације и др.

Треба рећи да је Србија увознозависна земља и да има висок “pass trough” ефекат девизног курса на цене, односно висок степен корелације у кретању девизног курса и цена. Истраживања која су рађена у НБС су такође потврдила висок ефекат утицаја девизног курса на цене. Резултати који су добијени на основу анализе рађене за период од 2001. године указују на коефицијент еластичности у кратком року од 0,3%, а у дугом року 0,6%, што говори о томе колико се промене девизног курса веома брзо одражавају на цене. У условима нашег ниског увозног еластичитета сваки вишак агрегатне тражње над понудом ствара инфлациони јаз који се испољава кроз раст цена. То доводи до тога да у једној земљи каква је Србија цене расту брже него у другој, те се та земља суочава са платнобилансим тешкоћама.

Курс динара у периоду 2003-2008. године је већим делом био последица капиталног прилива и довео је до “условног” јачања динара зато што је више евра “јурило” исту количину динара. Курс динара је крајем септембра 2008. године реално био на вишем нивоу за чак 110% у односу на крај 2000. године. Свако задуживање такође је значило прилив стране валуте у земљу, па је због веће понуде евра јачао курс евра. НБС је тада јачање динара успоравала интервентним откупом девиза и растом девизних резерви али то није било довољно да ублажи притисак огромног капиталног прилива који је “пумпао” реалне дохотке, а тиме и инфлацију. Можда је лек за овај проблем евентуално требало тражити у капиталним контролама.

У периоду 2006-2008. године је дошло до натпропорционалног раста увоза и потрошње, што је свакако било подлога за будућу рецесију.

¹⁸⁷ Подаци о просечној стопи инфлације преузети са сајта <http://www.radmilovicstanko.com/samo-o-ekonomiji-srbije/96-inflaci...>, доступно дана 24.03.2014. и подаци о расту БДП у Србији је преузет са сајта <http://bif.rs/2014/02/da-li-je-privatizacija-glavni-krivac-za-gubitak-ra...>, доступно дана 24.03.2014.

Ова рецесија се практично и догодила у Србији 2009. године са -3,5% и 2012. године -1,5%, када се заправо смањивао прилив капитала из иностранства путем СДИ.¹⁸⁸ Тиме је практично доказано да је немогуће једним инструментом остварити два конфликтна циља односно смањење инфлације и уравнотежен платни биланс. Као доказ за то имамо податак да је у Србији током 2005. године стопа инфлације износила 17,7%, 2007. године 11,0% и 2008. године 8,6%, па се може рећи да је реч о једној од највећих инфлационих стопа у Европи. Најопаснија је комбинација инфлације и дефицита текућег рачуна какву имамо у Србији током целокупног транзиторног периода, с тим да је максимум достигнут 2008. године од чак -7.054.176 (000) евра, па је на дуги рок ова комбинација свакако неодржива.

Треба назначити да је новим оквиром монетарне политике из 2006. године уведено правило каматне стопе као номиналног сидра, а суспендовано дотадашње правило управљано флукутирајућег девизног курса као номиналног сидра. Као резултат новог оквира монетарне политике из 2006. године имамо податак да је инфлација исте године смањена на 6,6%, а бележи се и највећи прилив СДИ у тој години од чак 3.242.306 (000) евра. Извесно је да је Стабилан девизни курс смањује валутни ризик за стране инвеститоре имао значајан утицај на привлачење СДИ.¹⁸⁹ Интересантно је да у овом периоду примене новог оквира монетарне политике 2005-2007. године Србија има буџетски суфицит, што се поклопило са ниским процентима јавног дуга у БДП-у (2006-38%, 2007-31%, 2008-29% и 2009-35%). Међутим, са аспекта раста потрошачких цена од 2007-2013. године инфлација је свега четири године имала једноцифрен предзнак, без обзира на рестриктивну монетарну политику НБС. Србија је иначе свих ових година имала високу инфлацију, па чак и 2009. године

¹⁸⁸ У периоду од 2000-2010. године у Србију је по основу приватизације, иностраног задужења страним инвестицијама, приливу дознака, донација и сл., по неким проценама економиста ушло око 70 милијарди долара који су коришћени углавном за потрошњу а мање за развој привреде.

¹⁸⁹ Semsudin Plojovic, Ph.D. and Enis Ujkanovic, PMP Attracting and Directing Foreign Direct Investments: The Example of Slovakia in EU Enlargement and how Serbia can Benefit from It, Slovak-Serbian EU Enlargement Fund Collection of Selected Policy Papers, Bratislava 2011, доступно на линку: https://www.researchgate.net/publication/266559044_Slovak-Serbian_EU_Enlargement_Fund_Collection_of_Selected_Policy_Papers , доступно дана 25.07.2025.

(6,6%), када су постојали снажни дефлаторни притисци због смањене тражње.

Оно што је посебно интересно је да је 2013. године инфлација износила 7,8%, што је тзв. сиротињска инфлација, а која је узрокована првенствено смањеном куповном моћи становништва и смањењем агрегатне тражње. У истом периоду настављен је и тзв. дефицит близанаца-текућег рачуна и буџетски дефицит, који је кулминирао 2012. године. И наредне 2013. године настављен је тренд раста дефицита текућег рачуна. Посебно изражен тренд има раст јавног дуга у БДП са 35% 2009. године на 63% 2013. године. Можемо констатовати да су промене монетарног режима у периоду 2000-2013. године и то конвенционалног фиксног курса из 2000. године, затим режима управљаног флукутирајућег девизног курса из 2009. године, па све до данас заправо доприносиле расту дефицита текућег рачуна, буџетском дефициту, јавном дугу и платнобилансном дефициту.

Томе можемо додати да у време апресијације девизног курса долази до драстичног раста увоза насупрот извозу, који истина има нешто боље перформансе у односу на период депресијације курса 2001-2008. године. У прилог наведеној тврдњи имамо компаративни податак да је покривеност увоза извозом 2008. године износила 47,9%, а 2013. године порасла на 70% првенствено захваљујући извозу фабрике Фијат аутомобили Србија (ФАС). На апресијацију девизног курса у Србији је већим делом транзиционог процеса у Србији утицао додатни прилив СДИ, рестриктивна монетарна политика и експанзивна фискална политика. НБС је интервенисала на девизном тржишту у свим ситуацијама када је проценила да је финансијска стабилност угрожена. У том циљу је НБС поред репо каматне стопе користила и стопу обавезне резерве. У таквим околностима девизни курс није могао бити реалан. Овим долазимо до констатације да је заправо финансијски сектор контролисао релни сектор, а не обротно, и то током целокупног транзиционог периода 2001-2013. године.

У истом периоду присутан је тренд пада страних директних инвестиција, а посебно у 2012. години са приливом од 231.000 (000 евра) и 2013. године 391.000 (000 евра). Изузетак је била 2011. година када долази до продаје Заставе аутомобили Србија из Крагујевца, Фијат аутомобилима из Италије када је СДИ прилив износио 1.798.500 (000) евра.

Категорија банкарског кредитирања као други трансмисиони канал НБС ка сектору хронично неликвидне привреде и доминантне незапослености (са 13,3% 2002. године на 23-24% 2012. године), била је у релацијама тзв. скупог новца (високих активних каматних стопа банака) и актуелне, углавном рестриктивне монетарне политике НБС у посматраном

периоду 2000-2013. године. Она се није показала практичном, посебно са аспекта сектора привреде и становништва, јер каматне стопе банака у Србији су углавном имале двоцифрен предзнак. Ово је значило континуирано преливање капитала из реалног у банкарски сектор. Оваквом хаотичном стању у финансијском/привредном сектору Србије у претходних 12-13 година је значајно допринела и монетарна политика НБС, која је углавном преферирала релативно високе есконтне стопе у периоду 2001-2006. године, уз актуелну девизно курсну политику, а касније и високе референтне каматне стопе које су углавном имале двоцифрен предзнак 2006-2013. године. Овакву монетарну политику НБС су подржавале високе активне каматне стопе банкарског сектора, са максималним уделом маржи код банкарског сектора Србије, што је имало нестимулативан утицај на развој привреде Србије.

То нам потврђују и недавна истраживања спроведена на Економском факултету у Београду да су банкарске марже кључни фактор високих каматних стопа банака у Србији, а знатно мање премије ризика земље и скупи извори финансирања. Као доказ за то имамо податак да је разлика у премији ризика код нас у односу на окружење износила свега 0,3%, док је та разлика у каматним стопама била чак 3-4%, дакле чак десет пута виша. Банкарски сектор Србије има доста високе марже, а и камате које су резултат неефикасности банкарског система Србије, односно високих оперативних трошкова. Профит банкарског сектора Србије је у периоду 2006-2008. године чинио 20% марже, да би након избијања кризе профит учествовао у маржи са 10%. Насупрот томе стоји констатација да је профит банкарског сектора Србије 2013. године знатно нижи у односу на државу у региону, а изражен је кроз принос на капитал са 2,3% насупрот 2008. години када је износио 8,3%. Од избијања економске кризе у свету на висину каматних стопа банака у Србији све више утичу и ненаплативи кредити. Тако је 2006. године 0,9% марже одлазило на ненаплативе кредите, да би се то 2012. године удвостручило на 1,7%. Ако овоме додамо да је крајем 2013. године референтна каматна стопа НБС, која је репер за банке у Србији, износила чак 9,50%, ситуација постаје потпуно јасна.

Да закључимо, оваква монетарна политика од стране НБС и актуелна каматна политика банкарског сектора Србије у претходном транзиторном периоду 2000-2013. године није доприносила привредном расту и развоју, већ напротив обратно. Са ове временске дистанце јасно је да девизни курс у нашој земљи пре свега одраз стања наше привреде. Немоћ монетарне политике НБС и банкарског кредитирања као најважнијих трансмисионих канала монетарне политике је наглашена због високе евроизоване економије, али и услед фундаменталних неравнотежа и ендогених поремећаја у привреди Србије. Дугогодишњи платнобилансни

дефицит је пре свега резултат структурних поремећаја у привреди Србије. Истина, екстерна неравнотежа платног биланса резултат је неодговарајуће макроекономске политике, а посебно процикличне фискалне политике током посматраног периода 2000-2013. године. Због тих околности у наредном периоду ће од пресудног значаја бити вођење одговорне буџетске и фискалне политике, а пре свега политике дуга (јавног, приватног и спољног). Све ово би требало да утиче на смањење инфлације и агрегатне тражње, а самим тим и ризика земље, (Табела 77).

Табела 77. Кретање макроекономских индикатора у Србији 2001-2012. године

Година	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Реални раст БДП (у %)	-	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5
Потрошачке цене (у%)	80,6	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2
Стопа незапослености	-	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	22,4
Ефективни курс према евра (испод 100 указује на апresiasiју, изнад 100 на депresiasiју)	-	125,6	123,7	114,3	100	99,2	106,2	105,8	90,6	82,0	83,5	74,2
Есконтна стопа/референтна стопа	16,43	9,50	9,00	8,50	8,50	14,00	10,00	17,75	9,50	11,50	9,75	11,25
Активне каматне стопе	3252	19,16	14,81	14,59	14,41	15,88	11,13	18,11	11,78	12,43	14,24	15,29
СДИ (прилив) нето 000 еура	184	500	1.194	774	1.1662,68	3.242,306	1.448,132	1.590,013	1.304,973	830,525	1.798,508	231,000
Дефицит текућег рачуна	282.000	-671.000	-1347.000	-2620.000	-1778.000	-2356.000	-5052516	-7054176	-1.910088	-1887190	-2870.007	-3155.130
Буџетски дефицит	-	-	-658,679	-307,541	323,510	360,256	158,508	-593,690	-1013,892	-972,881	-1309,261	-1696,643

Јавни дуг (% БДП)	105	73 %	66%	55%	52%	38%	31%	29%	35%	45%	47%	59%
Извоз (у мил. евра)	2693	3.125	3.847	2.832	3.608	5.102	6.432	7.428	5.961	7.393	8.439	-
Увоз (у мил. евра)	-5.023	-6.387	-7206	-8.623	-8.439	-10.462	-13.507	-15.495	-11.505	-12.622	-14.450	-
Платно-билансни дефицит (у мил. евра)	-2333	-3262	-3359	-5792	-4.831	-5.360	-7075	-8.066	-5.543	-5.229	-6011	-
Покривеност увоза извозом	-	-	-	33%	43%	49%	48%	48%	52%	59%	58%	-

Напомена: Раст потрошачких цена у 2013. години је износио 7,80%. Дефицит текућег рачуна у истој години је износио -910159 (000) евра. Јавни дуг као проценат БДП у 2013. години износио је 63%.

Извор: <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>,
доступно дана 25.03.2014.

16.2. Канал каматне стопе у српском економском миљеу

Канал каматних стопа је најважнији трансмисиони механизам у развијеним тржишним привредама. С тим у вези треба нагласити следеће:

1. промене каматних стопа централне банке доводе до промена краткорочних каматних стопа на новчаном и финансијском тржишту,
2. имајући у виду инфлаторна очекивања, номинална краткорочна каматна стопа утиче на реалну краткорочну каматну стопу,
3. тренутне и очекиване реалне каматне стопе утичу на дугорочне реалне каматне стопе,
4. дугорочне реалне каматне стопе утичу на обим и структуру потрошње, а посебно на склоност ка штедњи и инвестицијама економских субјеката.

У нашем економском амбијенту канал каматне стопе још увек нема велики значај првенствено због недовољно развијеног новчаног и финансијског тржишта иза чега неоспорно стоји слаба привреда и реалативно сиромашно становништво. Присутност високо евроизоване економије, константан дефицит буџета и текућег рачуна, висок удео јавног и спољашњег дуга у БДП-у, изразито висока незапосленост, мале стопе реалног раста БДП-а, смањење прилива СДИ и висока стопа инфлације су

константно слабили трансмисиони канал и смањивали ефикасност присутне монетарне политике у Србији. Због ових негативних околности у Србији постоји константан мањак новца код привреде и становништва.

Веома је интересно видети шта се заправо дешавало код нас у транзиторном периоду. Високе камате нас прате откако су пре десетак година стране банке дошле у земљу. За привреду Србије у периоду транзиције актуелне каматне стопе су заправо биле цена слабе економије. Свакако треба нагласити да хроничан буџетски дефицит у континуитету се финансира кредитима пословних банака, са 59,9% крајем 2013. године. У ранијем периоду ти проценти финансирања државе од стране банака су били још и виши. Овај интензитет финансирања од стране банака се повећава након избијања економске кризе у свету, посебно 2009-2012. године, кроз разне врсте зајмова, значајније него у земљама Централне и Источне Европе. Подршка буџету Републике Србије сем кредита који су дати од стране банкарског сектора Србије у претходном транзиторном периоду изражена је и кроз куповину хартија од вредности са уделом од 60% крајем 2013. године. Насупрот овоме у истом периоду банкарски сектор Србије доприноси буџету Србије и преко пореза са уделом од близу 9%, у укупном износу од 24,5 милијарди динара крајем 2013. године, (Табела 78).

Табела 78. Буџетски дефицит и кредити банака држави у Србији 2001-2006. године

Финансијски индикатор /година	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Буџетски дефицит у 000 еура	-	-	-658.679	-307.541	323.510	360.256
Кредити банака држави (у 000 еура)	141661	199349	191282	275490	306788	293632
Финансијски индикатор /година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Буџетски дефицит у 000 еура	158.508	-593690	-1.013892	-972882	-1.309261	-1696643
Кредити банака држави (у 000 еура)	189107	199028	1.158321	2.067382	1.978242	2.847136

Извор: <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>,
доступно дана 25.03.2014.

Резултати једне студије су показали да је “условно наш” банкарски сектор (већински удео капитала банкарског сектора Србије је у страном власништву крајем 2013. године), кроз високе камате врло вешто преливао капитал из реалног сектора економије. Као доказ за то имамо студију која је обухватила 21 банку које функционишу у Србији са тржишним учешћем

од 81,2%, што у потпуности репрезентује наш банкарски сектор. Део студије је обухватио свих 30 банака код нас и усмерио пажњу на допринос у стварању БДП-а. Поставља се питање да ли је банкарски сектор Србије могао, а није хтео да има већи удео у стварању БДП-а. Сам банкарски сектор Србије је својим незалагањем да већим делом учествује стварању БДП-а директно допринео његовом мањем расту, а тиме и осиромашењу економије. Овим су реална економија и сектор становништва принуђени да се задужују по скупом новцу. По томе банкарски сектор је главни креатор скупог новца у Србији, а као главни узрок високих камата је сам економски амбијент у којем послује наше банкарство, (Табела 79).

Табела 79. Допринос стварању БДП банкарских институција или компанија у Србији, Словенији и ЕУ 2013. године

(у %)	
Институција, компанија/земља	Допринос у стварању БДП
Банкарски сектор ЕУ (просек)	5,92
Банкарски сектор Словеније	3,37
Банкарски сектор Србије	2,40
Фијат аутомобили Србија (ФАС)	1,00
Нафтна индустрија Србије (НИС)	0,50

Извор: <http://www.naslovi.net/2013-12-04/dnevnik/jos-dugo-ce-nas-muciti-v...>,
доступно дана 29.03.2014.

Управо наведеним околностима омогућено је “комотније” понашање банкарског сектора Србије. Као последицу тога имамо податак да су у претходних десетак година каматне стопе банкарског сектора на динарској основи износиле 25-27% ефективно, да би се током 2013. године позајмице продавале у просеку за 20%, без обзира на то да ли су у динарима или еврима. Оваквим понашањем банке одбијају грађане и привреду у Србији. Из угла банкарског сектора као узрок овако високих камата у Србији, сем економских кретања наводе и политички амбијент. То повлачи са собом висок ризик, лош кредитни рејтинг земље (ББ минус крајем 2013. године), хронично високу инфлацију, нестабилан девизни курс, висок проценат ненаплативих кредита (ненаплативи кредити су у Србији посебно актуелни од почетка светске економске кризе 2008. године до 2013. године).

Ипак, постоје извесни предуслови да банкарски сектор почетком 2014. године крене у снижавање својих каматних стопа, макар као знак добре воље. Постоји више чињеница које не би требало занемарити:

1. инфлација у Србији се почетком 2014. године креће у предвиђеним оквирима,
2. ништа екстремно се не дешава у свету и окружењу, чак привреда ЕУ излази из рецесије,
3. наставља се даље смањење референтне каматне стопе НБС са 10% на 9,50% почетком 2014. године (мада би требало да буде још нижа),
4. цене су доста стабилне (инфлациона стопа крајем 2013. године у Србији је износила 7,80%) и
5. курс динара је релативно стабилан. Уосталом, без доприноса банкарског сектора нема привредног раста и развоја Србије, што је у овом периоду итекако потребно.

17. Монетарни изазови Србије у сусрет захтевима монетарне интеграције ЕУ

17.1. Алтернатива одабраног таргетирања инфлације насупрот евроизацији

Једна од бољих или боље речено мање лоших алтернатива вишедеценијској евроизацији у српској привреди била је стратегија таргетирања инфлације у циљу обезбеђивања ниске и стабилне инфлације. Отуда је нови монетарни оквир одабран кроз концепт таргетирања инфлације у Србији постављен од стране НБС ради остварења одрживе, ниске и предвидиве инфлације септембра 2006. године, (Табела 80).

Табела 80. Преглед режима монетарне политике Србије од 2006. године

Режим монетарне политике	Оперативни таргет	Режим девизног курса	Инструменти монетарне политике	Контрола капитала
Таргетирање инфлације (септембар 2006)	Краткорочне каматне стопе	Руковођено флукутирајући са тенденцијом ка слободном флукутирању	Двонедељна репо стопа основни инструмент, помоћни-интервенције на девизном тржишту пруденцијалне мере-стопа обавезне резерве	Да (кратак рок)

Извор: Ауторски приказ

Актуелни ниво евроизације у Србији представља озбиљан изазов алтернативи таргетирања инфлације као изабраном активном концепту монетарне политике. Покушаћемо да појаснимо разлоге за то. Изабрани флукутирајући девизни курс је под ризиком, што представља ограничавајући фактор изабране монетарне стратегије. Кредити зависе од базне стопе Европске централне банке и Централне банке Швајцарске, уз евидентан мали проценат кредита у динарима. Свака промена основне каматне стопе Народне банке Србије има ограничен ефекат код стратегије таргетирања инфлације коју спроводи Народна банка Србије. Логично је да главни канал трансмисије у Србији треба да буде канал девизног курса. Међутим, Народна банка Србије покушава да делује кроз диференциране каматне стопе на динарске и девизне депозите у смислу повећања учешћа

динара према еврџ, усмеравајући их ка ниској и стабилној инфлацији. Уосталом, такав однос између динара и евра требало би да буде главна полуга, што значи да интересна стопа треба да реконфигурише имовинске портфеље из евра у динаре. Такав однос је слаб јер однос учешћа динара и евра није значајно промењен и с друге стране, кредити од стране банкарског сектора у Србији су након глобалне економске кризе посебно смањени, а требало је да буду интензивнији у динарима.

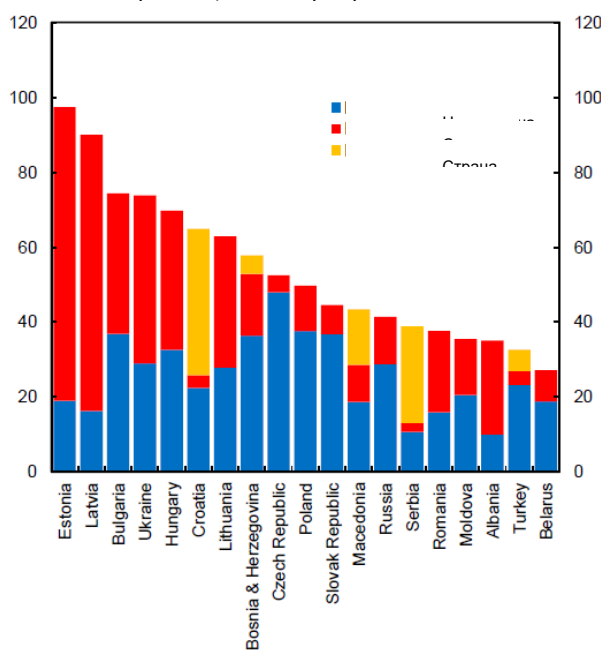
Упркос повољним условима за динарске кредите у Србији у смислу ниже инфлације, нижих каматних стопа на кредите у динарима и др., учешће кредита у динарима није било повећано. Овакав негативан однос портфолија имовине, у смислу повећања учешћа у еврима и смањења учешће у динарима, додатно су повећали ризик привреде у Србији. Комерцијалне банке нерадо дају средњорочне и дугорочне кредите у динарима због тенденција сталног пада курса динара, што доводи до смањења капиталног прилива. Отуда ефикасност монетарне политике преко традиционалног канала трансмисије монетарне политике треба да буде канал каматних стопа, уз напоре да се промовише динаризација кроз побољшање функционисања тржишта новца у Србији. Ово подразумева издавање државних хартија од вредности деноминованих у динарима. Нажалост, Влада Републике Србије је 9. фебруара 2011. године учинила преседан и по први пут у последњих петнаест година издала хартије од вредности деноминоване у еврима и трезорске записе такође изражене у еврима. Прикупљена средства су коришћена за финансирање буџетског дефицита и рефинансирање доспелих обавеза.

Повећан је ризик од изненадне девалвације и депресијације валуте у Србији јер су обавезе према страним повериоцима деноминоване у страној валути. Валуте економија Југоисточне Европе, а тиме и Србије, депресирале су између 2007. и 2010. године од 3 до 15%. Зато је депресијација курса националне валуте у Србији утицала на раст дуга у кредитима, а то представља додатни притисак да се повећа неформална евроизација. Ако томе додамо учешће јавног дуга као додатног индикатора за праћење нивоа динаризација у финансирању, јавни дуг Републике Србије са аспекта валутне структуре је веома неповољан. Заправо доминантно учешће у јавном дугу је изражено у еврима 57% и америчким доларима 18,8%, што заправо значи да свако смањење курса динара повећава ниво задужености Републике Србије. То додатно доводи до повећања трошкова јавног сектора и притиска на буџет, повећавајући потребу за новим задуживањем, што даље води ка расту укупног нивоа јавног дуга и његовом отежаном сервисирању. Оваква ситуација додатно

компликује монетарну и фискалну политику и може угрозити финансијску стабилност земље.¹⁹⁰

У Србији неоспорно постоји неформална доминација евра, што је последица вишедеценијског губитка поверења у националну валуту динар. Најновији подаци прикупљени од стране Централне банке Аустрије (ОеНБ) показују да је ниво евроизације у Србији највиши у поређењу са осталим земљама Источне Европе, али и најраспрострањенији у погледу учешћа страних депозита (88%) и ефикасности становништва (75%) у банкарском сектору Србије. Део динарских кредита одобрених корпорацијама и предузећима прилично је скроман. Насупрот томе, укупни кредити одобрени предузећима у Србији са високих 77% су евро или динар индексиран или књижен директно у евро. Уосталом, индекс стране валуте је најдоминантнији код нас и у Литванији 2008. године, (Слика 14).

Слика 14. Валутна структура кредита одобрених приватном сектору у посттранзиционим привредама 2008. године



Извор: Ostojić S., Mastilo Z., 2013, *Effects of Unofficial Euroisation in Serbia With*

¹⁹⁰ Bećirović, S., Plojović, Š. & Ujkanović, E. (2010) Consequences of rising public debts, International Scientific Conference "Management 2010", Kruševac: Univerzitet Union, pp. 61-66, доступно на адреси сајта https://www.researchgate.net/publication/263542929_CONSEQUENCES_OF_RISING_PUBLIC_DEBTS, доступно дана 10.8.2025.

Regards to the Inflation and Real GDP, Research in Applied Economics, Vol. 5, NO 4, Macrothink, Веж, р. 58

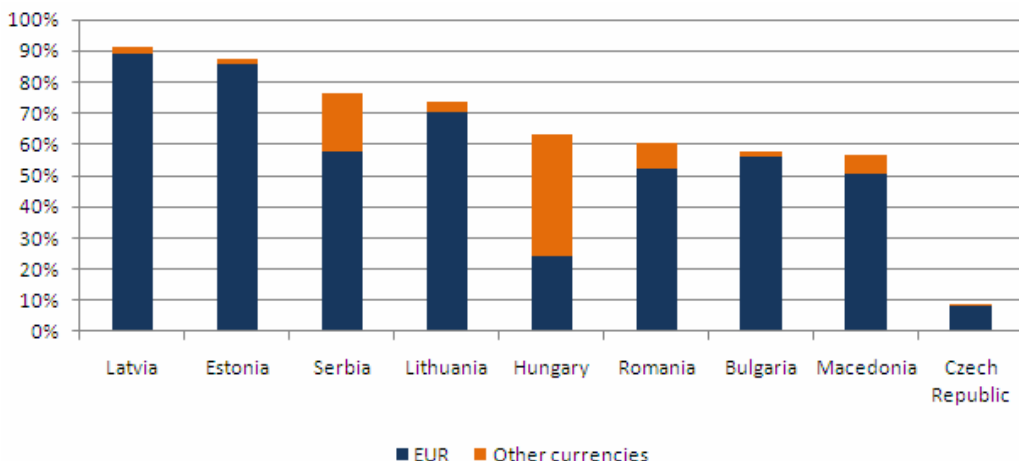
Истраживања наших аутора Ивана Тодоровића и др. из 2013. године и Питера Р. Хајса и Волфганга Рајнера из 2009. године (Haiss R. Peter, Wokfgang Rainer 2009) само потврђују да је висок степен евроизације присутан у српској привреди кроз чињеницу да су одобрени кредити индексирани углавном у страној валути, где опет доминира евро, (**Табела 81** и **Слика 15**).

Табела 81. *Евроизација у депозитима и кредитима у Србији и економијама Централне и Источне Европе (ЦиИЕ) 2012. године*

Земља	Евроизација у депозитима	Евроизација у кредитима
Пољска	8,0	34,0
Чешка Република	5,4	8,3
Србија	88,7	72,4
Хрватска	85,3	70,0
Румунија	36,5	64,0
Бугарска	52,7	63,9
Албанија	45,0	64,9

Извор: *Rajković I., Todorović I., Komazec S., Savoju Ch., 2013, Explaining the dynamics of euroisation using electric circuits models with empirical evidence, Vol. 3 (2), p. 37, Econosociophysics, ESMSJ, and other Multidisciplinary Sciences Journal ili podaci preuzeti sa sajtova nacionalnih banaka PNB, CZNB, NBS, RNB, BNB, ANB, TNB and author' calculations*

Слика 15. Валутна структура одобрених кредита у изабраним економијама Централне и Источне Европе 2009. године



Извор: Haiss R. Peter and Raiener Wolfgangg, 2009, *Credit Euroization in CESEE: The "Foreign Funds", Channel at Work, The Seventeenth Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank, Dubrovnik, p. 6*

Истраживање Сандре Томас и Хелмута (Sandra Tomas i Helmut, 2007) указује на неке специфичности економија које користе евро. Они тврде да, ако се страна валута користи као средство плаћања, онда то значи да постоји коначан корак ка замени домаће валуте. Међутим, у Централној и Источној Европи, најважнији мотив за одржавање евра је плаћање, док се у Југоисточној Европи, којој припада и Србија, евро користи да се сачува вредност.¹⁹¹ Ту заправо треба посматрати алтернативу евроизације у Србији насупрот изабраном концепту таргетирања инфлације.

Прелазак на евро заговарају неки економисти и привредници, али треба знати да Србија не може да изађе из кризе једноставним преласком на евро, већ радикалном променом економске и развојне политике, а посебно структуре своје привреде. Још давне 2005. године тада главни економиста Централне банке Црне Горе је тврдио да Србија испуњава само теоријске услове за увођење евроизације:

1. Србија је релативно мала земља и у великој мери зависна од спољне трговине.

¹⁹¹ Ostojić S., Mastilo Z., 2013, *"Effects of Unofficial Euroisation in Serbia With Regards to the inflation and real GDP"*, Research in Applied Economics, Vol. 5, NO 4, Macrothink Institute, Beč, str. 58.

2. Земља је у блиској прошлости доживела хиперинфлацију (нпр. у јануару 1994. године Србија/СРЈ је имала највећу инфлацију икада забележену у свету, после Мађарске 1946).
3. Приходи од емисионе добити су релативно мали због широкоприсутне неформалне доларизације/евроизације.
4. Постоје девизне резерве које би омогућиле замену националне валуте страном валутом.

Ипак, овај економиста је, сагласно дешавањима у привреди Србије, истакао да не постоје услови за увођење евроизације јер она не испуњава најважније услове, а то су: Први разлог, присутна стална опасност од инфлације и тотални губитак кредибилитета креатора економске политике евидентиран у ближој прошлости, Други разлог, по схватању овог економисте, присутан до данашњих дана јесте платнобилансни дефицит у евроизованим економијама. Уосталом, једини извор повећања или смањења новчане масе су платнобилансни токови. У условима овако високог дефицита у Србији (до данашњих дана овај тренд је присутан код нас), постоји реална опасност да би после извесног времена дошло до значајног одлива евра, што би довело до несташице готовог новца у оптицају, и, с друге стране, би могло водити ка рецесији и укидању евроизације. Уосталом, увођење евроизације би значило губитак значајног дела девизних резерви зато што би комплетна динарска маса морала бити замењена евром. Ово би значило губитак могућности политике девизног курса. Оваква одлука Србије би највероватније наишла на противљење и Европске уније а могла би чак и успорити и отежати пут Србије ка ЕУ. Евро би по овом економисти требало увести у склопу редовне процедуре након приступања ЕУ и учешћа у испуњавању маастрихтских критеријума конвергенције.¹⁹²

Увођењем евра Србија би изгубила монетарни суверенитет, односно сопствену монетарну политику и/или стратегију а тиме коначно и сопствену економску политику. Преласком на евро Народна банка Србије не би могла обезбедити ликвидност и стабилност финансијског система зато што би био базиран на туђој валути. Србија би и са евром имала проблеме јер би се замена динара за евро извршила на садашњем нивоу нереалног девизног курса, узостанак превисоких домаћих цена, неконкурентност домаће привреде, великог трговинског дефицита и др. Овим би одлив евра био већи од прилива и на тај начин би се смањила

¹⁹² Више о томе видети: Фабрис Н., 2006, "Еуризација као инструмент монетарне политике Србије", Економски анали, бр. 168, Економски факултет, Београд, стр. 21.

укупна количина евра у оптицају и појавио проблем ликвидности. Једино не би било проблема у вези са неповољним курсом, али би се смањивала вредност плата, надница и пензија као и приходи предузећа, а незапосленост би неоспорно и даље расла. Дакле, увођење евра не гарантује нижу инфлацију или ниже каматне стопе нити би дужници били у бољој позицији.

И коначно и да хоће да уведе евро, Србија не би добила дозволу за увођење. Европска централна банка то дозвољава само земљама које најпре треба да постану чанице ЕУ, а затим прођу вишегодишњу процедуру прилагођавања кроз европски механизам девизног курса. Увођење евра захтева дозволу Европске Централне банке (ЕЦБ), јер ЕЦБ и ЕУ захтевају поштовање маастрихтских услова и строгих критеријума односно правила за улазак у еврозону. Уосталом, неприхватљиво је да земља која није ушла у еврозону, националну валуту замени евром. И транзиција у којој се налази српска привреда није пожељна јер је актуелна монетарна политика у Србији сасвим различита од оне у еврозони.

На крају уз претходно описане околности који важе у Србији, чини се да је стратегија таргетирања инфлације уз флексибилно управљани девизни курс, ипак најадекватније решење. Дакле, НБС је изабрала стратегију таргетирања инфлације уз режим контролисаног девизног курса са редовним прилагођавањем према кретањима на девизном тржишту, што је најпрактичније монетарно решење у овом тренутку за Србију.

17.2. Критеријуми конвергенције као услов уласка у Европску монетарну унију

Европска централна банка и ЕУ захтевају поштовање тзв. маастрихтских услова. Да би се придружиле Европској монетарној унији, све земље, а тиме и Србија, морају да испуне пет тесно повезаних критеријума:

1. стопа инфлације у земљи у години пре пријема не сме да буде већа од 1,5 процентних поена од просечне стопе инфлације у три земље са најнижом стопом инфлације,
2. дугорочна номинална каматна стопа на државне папире не сме да буде виша од 2% изнад просечне камате у три најповољније земље ЕУ,
3. свака земља мора да буде чланица ЕРМ-а најмање две године без девалвације националне валуте, при чему распон ЕРМ-а мора да се сузи на $\pm 2,25\%$ за земље које су у оквиру од $\pm 6\%$. Земља мора да прихвати чланство у механизму девизних курсева ЕРМ најмање две године пре уласка у ЕУ,
4. буџетски дефицит земље не сме бити већи од 3% БДП-а и

5. јавни дуг земље не сме бити већи од 60% БДП-а.

Овим је очигледно да мастрихтски критеријуми конвергенције садрже монетарне и фискалне захтеве. Оно што је битно са аспекта наше анализе у наставку рада је сагледавање позиције Србије по основу испуњења три горе наведена монетарна критеријума. Мастрихтски уговор је предвидео да Европска комисија континуирано надгледа испуњеност критеријума и да кажњава оне земље које се не придржавају ових захтева.

У сваком случају треба нагласити да је са аспекта вођења монетарне политике веома битно одржавање стабилности цена. Примарни циљ ЕЦБ је одржавање ниске и стабилне инфлације. Заправо, за Србију која је кандидат за улазак у ЕУ ово није услов за добијање статуса државе чланице ЕУ, али јесте за улазак у монетарну унију (ЕМУ) или еврозону. Исто важи и за флукуације девизног курса које су утврђене у мултилатералном аранжману познатом као ЕРМ. Оно што је битно нагласити да, када три најбоље чланице са аспекта остварене просечне инфлације имају заправо дефлацију (што се дешавало од априла 2009. до марта 2010. године у појединим економијама ЕУ, па и током 2011. године), оне треба да буду икључене из обрачуна референтне вредности јер је дефлација у супротности са стабилношћу цена. Србија је једина земља која је у периоду 2005-2013. године имала драстично високу инфлацију, значајно изнад референтне вредности и просека у ЕУ и еврозони. По овом критеријуму конвергенције Србија је јако удаљена од ЕМУ, мерећи ту удаљеност кроз критеријум конвергенције која се односи на инфлацију у периоду 2005-2013. године. Земље кандидати за ЕУ, као што је Србија, свакако морају испунити овај услов на путу ка ЕМУ, (Табела 82).

Табела 82. Просечне стопе инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације и кретање инфлације у Србији у периоду 2005-2013. године

ЕУ	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Просечна стопа инфлације	1,0	1,3	1,3	2,6	-0,4	0,2	1,57	1,06	0,86
Референтна вредност	<u>2,5</u> 1,0+1,5	<u>1,3</u> 1,3+1,5	<u>1,3</u> 1,3+1,5	<u>4,1</u> 1,6+1,5	<u>1,1</u> -0,4+1,5	<u>1,7</u> 0,2+1,5	<u>3,07</u> 1,57+1, 5	<u>2,56</u> 1,06+1, 5	<u>2,36</u> 0,86+1, 5
Србија	17,7	6,6	10,1	6,7	5,4	10,3	12,6	12,2	7,85

Напомена:

а) За 2012. годину просечна стопа инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације узета је за период септембар 2011-септембар 2012. године.¹⁹³

б) За 2013. годину просечна стопа инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације узета је за период октобар 2012-октобар 2013. године.¹⁹⁴

в) подаци за Србију о инфлацији преузети са сајта НБС.¹⁹⁵

Извор: Станић М., 2012, *Достигнути ниво и економске претпоставке БиХ-а за чланство у ЕУ, Међународни научни скуп: Квалитет пут у Европу, Универзитет Синергија, Бјељина стр. 18-20.*

У Уговору о маастрихтском критеријуму као захтев се наводи: “Постојаност конвергенције коју оствари земља чланица изражава се помоћу висине дугорочних каматних стопа у тој земљи”. Дугорочна номинална каматна стопа (на државне обвезнице или друга референтна каматна стопа) у пракси не сме бити већа од 2% просечне три каматне стопе у три земље са најнижом инфлацијом у години која претходи разматрању стања у земљи потенцијалног члана ЕМУ. Истовремено се од земље чланице захтева да има ниску стопу инфлације и ниску каматну стопу. Нема монетарног или било којег другог инструмента којим држава може да утиче да се постигне овај резултат. У случају Србије, па и свих других земаља, ниска инфлација се постиже управо подизањем каматних стопа, а каматне стопе се смањују повећавањем додатног новца на тржиште, што утиче на раст инфлације. Дакле, Србија се налази у зачараном кругу. Стојимо на становишту да каматне стопе треба да буду што ниже. Међутим, проблем се јавља када се тржишту капитала вештачки намећу такве каматне стопе, без обзира на сигнале које шаље привреда. Србија ни овај монетарни критеријум конвергенције који је везан за каматне стопе не може испунити, јер је просечна каматна стопа на државне папире код нас знатно виша од 2% изнад просечне каматне стопе на дуги рок у три најповољније земље ЕУ, са најнижом инфлацијом у посматраном периоду 2008-2012. године, (Табела 83).

¹⁹³ Eurostat, News Release (октобар 2012), br. 145, Brussels, стр. 2.

¹⁹⁴ Eurostat, News Release (15. November 2013), broj 168, Brussels, стр. 2.

¹⁹⁵ Обрадовић И., 2013, “Инфлација у привреди Републике Србије”, Socioeconomica, Vol. 2, NO 4, Нови Пазар, стр. 334.

Табела 83. Просечне дугорочне каматне стопе у три земље ЕУ са три најниже инфлације и просечна каматна стопа на хартије од вредности НБС за ООТ и просечна каматна стопа на трезорске записе РС

ЕУ/година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Просечне дугорочне каматне стопе у три земље ЕУ са три најниже инфлације	3,72	3,41	3,98	4,69	3,5
Референтна вредност	5,72 3,72+2,0	5,41 3,41+2,0	5,98 3,98+2,0	6,69 4,69+2,0	5,5 3,5+2,0
Србија/година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Просечна пондерисана каматна стопа на хартије од вредности које НБС користи за ООТ	14,6	-	8,9	11,42	9,66
Просечна пондерисана каматна стопа на трезорске записе РС	5,34	-	10,98	12,79	12,97

Напомена: Подаци за Србију преузети из Статистичког билтена НБС, јануар 2013, www.nbs.rs

Извор: Станић, М., *op. cit.*, стр. 18-20.

И на крају, један од услова конвергенције за улазак у ЕМУ односи се на девизни курс. Од земље кандидата, у овом случају Србије, тражи се одржавање нормалних флукуација курса националне валуте у границама одређеним Девизним механизмом Европског монетарног система током најмање две године, без девалвације у односу на било коју земљу чланицу ЕУ. Земља чланица мора непрекидно учествовати у Девизном механизму (Exchange rate mechanism, ERM), Европског монетарног система (European Monetary System, EMS) две године пре године у којој се преиспитује стање. То значи да се флукуације курса између евра и валута чланица морају кретати у договореним границама. Осим тога, у истом раздобљу земља чланица не сме девалвирати своју валуту. Након прелакса у трећу фазу ЕМУ-

а и након прихватања евра, Европски монетарни систем замењује се новим девизним механизмом (ЕРМ II).

Да појаснимо ово последње. Европски монетарни систем утврђен је 1979. године као договор којим су земље чланице везале своје валуте како би спречиле њихове флукуације, оствариле монетарну стабилност те се припремиле за увођење заједничке валуте. ЕРМ II је успостављен 1999. године где је заменио европски монетарни систем и механизам ЕРМ, а евро постаје сидро за земље које у њему учествују. ЕРМ II подразумева механизам кроз који се остварује сарадња у области девизног курса међу чланицама ЕУ које су део евра-европског система централних банака, и оних које то нису. То су земље чланице ЕУ које још нису прихватиле евро, те две године пре ступања у еврону морају учествовати у ЕРМ II. ЕРМ II подразумева да флукуације номиналног девизног курса морају да се одрже у оквиру стандардног распона $\pm 15\%$ у односу на утврђени централни билатерални паритет националне валуте према еврау.

Србију карактеришу значајне флукуације девизног курса, иако су биле у ширем интервалу марже од $\pm 15\%$. Уосталом, стабилност девизног курса се и у Србији најбоље мери кроз промене вредности националне валуте преко *vis-a-vis* евра, чије су вредности у периоду 2005-2010. године изузетно високе, (Табела 84). Иначе, Србију карактерише изузетна променљивост курса, а као доказ за то, по подацима НБС, имамо знатно слабљење вредности динара у односу на евро (са 79 динара за 1 евро 2007. године на 116 динара за 1 евро 2013. године).

Табела 84. Девизни курс (*vis-a-vis* евра) у периоду 2005-2010. године

Земља/година	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Србија	8,4	-7,6	0,3	11,8	8,2	10,0
Флукуационе маргине	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$

Извор: Vuković V., Zdravković A., 2011, *The inflation and exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect*, Рад је био део истраживачког пројекта број 47009 (Европске интеграције и друштвено економске промене привреде Србије на путу ка ЕУ) и броја 179015 (Изазови и перспектива структурних промена у Србији: Стратешки правци економски развој и усклађивање са захтевима ЕУ), Пројекат финансиран од стране Министарства за науку и технолошки развој Републике Србије, Београд, стр. 48 или доступно на адреси сајта <http://econpapers.repec.org/bookchap/ibqcaptr/conissue-3.htm>, доступно дана 25.02.2014.

Овим делом анализе дата је оцена удаљености Србије од ЕУ према критеријумима конвергенције са монетарног аспекта, које земље

кандидати као што је Србија морају испунити на путу приступања ЕМУ. На крају се може констатовати да Србија не испуњава сва три критеријума конвергенције са монетарног аспекта, које може остварити једино у дугом року. Уосталом, то ће представљати велики изазов за Србију у наредном периоду.

18. Оквир монетарне политике, циљање инфлације Народне банке Србије

18.1. Досадашња искуства у спровођењу изабране монетарне стратегије НБС

После 2000. године реформе у Србији су резултирале стабилизацијом привредних прилика, што је за учинак имало враћање поверења грађана и привреде у банкарски систем Србије и у националну валуту. Народна банка Србије је у таквим околностима покушала да искористи позитивне тенденције у финансијском сектору Србије циљајући ниску и стабилну инфлацију. Отуда је избор адекватне монетарне стратегије у Србији пао на концепт инфлационог таргетирања инфлације.

Почетно искуство НБС у тренутку спровођења новог оквира монетарне политике 2006. године било је такво да је наша врхунска монетарна установа била одговорна за базну инфлацију¹⁹⁶ из простог разлога јер су регулисане цене,¹⁹⁷ првенствено пољопривредних производа, биле много више под утицајем административних и сезонских него тржишних фактора. Отуда су монетарне власти Србије биле одговорне за онај део цена које су биле тржишно одређене. На самом почетку су монетарне власти дефинисале своје циљеве за базну инфлацију у виду распона за крај године. Новим оквиром монетарне политике од 30. августа 2006. године повећана је улога каматних стопа као инструмента монетарне политике. Избором конкретног девизног курса НБС је прихватила флексибилан девизни курс, иако је много фактора упућивало на избор фиксног девизног курса.

Период од 2006-2009. године је тзв. прелазни период до званичног увођења таргетирања инфлације у Србији. Основни задатак монетарне стратегије у 2006. години је био заустављање инфлације која је 2005. године

¹⁹⁶ Базна инфлација се дефинише као инфлација цена на мало, подлеже утицају инструмената НБС и односи се на промене индекса цена на мало, које се на тржишту слободно формирају.

¹⁹⁷ Компоненте регулисаних цена су цене електричне енергије, нафтних деривата, гаса за домаћинство, комунално-стамбених услуга, услуга друштвене заштите, саобраћајних услуга, ПТТ услуга, хлеба од брашна Т-850, цигарета, лекова и остало.

била ван контроле. Анализирајући искуство дефинисаног инфлаторног коридора базне инфлације и остварене инфлације од стране НБС у периоду 2006-2008. године можемо констатовати да је оно 2006. и 2007. године било релативно задовољавајуће, јер је остварен циљни коридор за инфлацију са одрживим једноцифреним нивоом. Као доказ за то имамо да је укупна инфлација са 17,7% 2005. године смањена на ниво од 5,9% 2006. године, а базна инфлација од 14,5% на 5,9% 2006. године. За потребе одржавања базне инфлације у пројектованом оквиру, НБС је интервенисала смањењем референтне каматне стопе која је била ендемогеног типа. Крајњи ефекат је била базна инфлација испод доње границе циљаног распона.

Узрок успоравању инфлације треба тражити и у значајној номиналној апresiasi динара, посебно у другој половини 2006. године. На крају 2007. године остварена инфлација је била у оквиру циљаног коридора и тиме је НБС остварила свој циљ. У првој половини 2007. године настављен је опадајући тренд и базна инфлација је смањена испод доње границе таргетираног распона, тако да је средином 2007. године остварен међугодишњи раст инфлације од само 2,3%. У другој половини 2007. године велика суша у Србији узроковала је пораст цена прехранбених производа и убрзање базне инфлације. У истом периоду, јуна 2007. године референтна каматна стопа је постепено смањивана на 9,5% и након тога, услед инфлаторног притиска, референтна каматна стопа је увећана на 10% децембра 2007. године.

Као последицу тога имамао да већ 2008. године циљ за инфлацију је знатно премашен. Базна инфлација је знатно премашила горњу границу таргетираног распона (3-6%) да би на крају 2008. године износила 10,1%. Да би се ублажила инфлаторна очекивања, НБС је повећала референтну каматну стопу од 10% почетком 2008. године на 17,75% на крају 2008. године. Томе су знатно допринели екстерни шокови првенствено кроз раст цене нафте, који су довели до значајног раста инфлаторног очекивања почетком 2008. године. Треба поменути и интерне факторе као што су раст цена хране, изузетна политичка неизвесност, нарочито изражена у првој половини 2008. године, и депresiasiјски притисци по том основу. Оваквој ситуацији је допринео и експанзионистички карактер фискалне политике, знатно виши од очекиваног. Високим инфлаторним очекивањима 2008. године у Србији допринеле су и последице међународне кризе ликвидности подстакнуте нестабилним кретањима на девизном тржишту и драстично смањеним приливом капитала који су неутралисали дезинфлаторно дејство по основу смањења агрегатне тражње, (Табела 85).

Табела 85. *Таргетирани и остварени ново инфлације и референтна каматна стопа у Србији 2006-2008. године*

(у %)			
Крај године	Циљани ниво инфлације	Остварена инфлација	Референтна каматна стопа НБС (крај године)
2006.	7-9	5,9	16,5
2007.	4-8	5,4	10,0
2008.	3-6	10,1	17,75

Извор: Грбић М., Јакшић М., 2012, *Таргетирање инфлације у функцији стабилности цена, Институционалне промене као детерминанта привредног развоја, Економски факултет, Крагујевац, стр. 187, а по основу преузетих података са сајта www.nbs.rs*

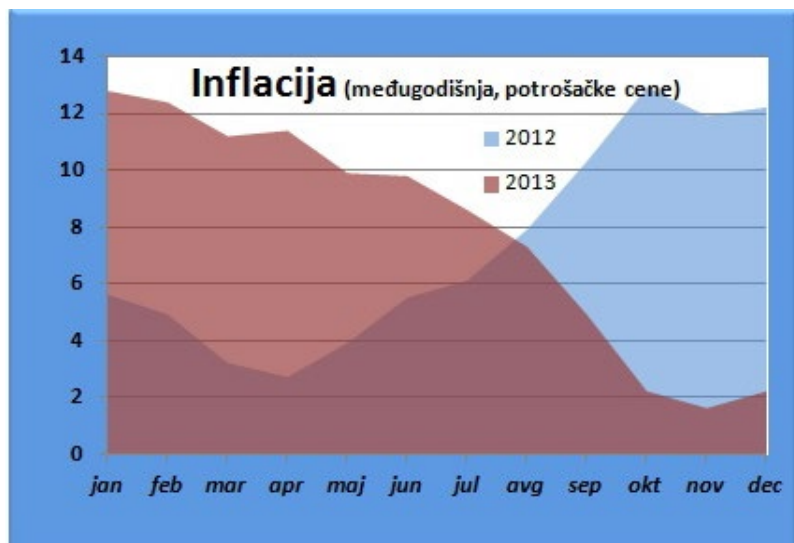
Од 2009. године формални инфлациони таргет се утврђује као јединствена вредност с дозвољеним одступањем, за сваки појединачни месец у години, под претпоставком њиховог континуираног остварења између децембра претходне и децембра посматране године. Ово је омогућавало да се остварење таргетиране инфлације прати по месецима, а не само на крају године, како је било у претходном периоду у Србији.¹⁹⁸ Ово је требало да допринесе повећању одговорности и кредибилитета наше врхунске монетарне установе, наравно уз стабилизацију инфлаторних очекивања. НБС као референтну каматну стопу користи каматну стопу на двонедељне репо операције. У репо операцијама НБС продаје хартије од вредности уз обавезу да их у одређеном року откупи уз камату. Концепт увођења формалног таргетирања инфлације у Србији је 2009. године прожет утицајем светске економске кризе.

У првој години формалног таргетирања инфлације у Србији инфлација се кретала у оквиру таргетираног распона. Она је децембра 2009. године износила 6,6%, док је таргетирани распон те исте године био 8-12%. Низак раст потрошачких цена је последица ниске агрегатне тражње, пада цена хране захваљујући доброј години у пољопривреди и замрзавању плата у државној администрацији. У складу са смањивањем инфлаторних

¹⁹⁸ Од 01. Јануара 2009. године напушта се циљање базне инфлације и од тада се као мера инфлације користи индекс потрошачких цена. Индекс потрошачких цена се дефинише као мера просечне промене цена фиксне корпе робе и услуга која домаћинства купују у циљу задовољења својих потреба. Индекс мери промену цена у времену, при чему за оба периода које се пореде користи структуру потрошње базног периода.

притисака, НБС је смањивала степен рестриктивности монетарне политике. Просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције имала је највиши ниво у јануару 2009. године, да би се у децембру исте године спустила на 9,92%. Негде до средине 2010. године било је интенција да ће се инфлација кретати у оквиру свог циља, али је крајем године знатно премашила таргетирани ниво од $(6 \pm 2\%)$ на више од 10%. Ради обуздавања инфлаторних притисака, НБС је предузимала рестриктивне мере монетарне политике, пре свега повећавајући референтну каматну стопу неколико пута у току године тако да је децембра 2010. године она износила 11,50%. У циљу обуздавања инфлаторних притисака НБС је и у 2011. години наставила да спроводи рестриктивну монетарну политику, а као конкретан допринос тој политици имамо референтну каматну стопу која је половином године износила 12%. Инфлација је у априлу 2011. године забележила свој максимум од 13,6%. Смиривање цена прехранбених производа преко сезонског пада цена воћа и поврћа, спустила је инфлацију близу горње границе дозвољеног одступања од $(4,5 \pm 1,5)$. Стопа инфлације је крајем 2011. године била 7%, што је горња граница циљаног нивоа за 2012. годину. Референтна каматна стопа је новембра 2011. била 10,0%, а децембра 2011. године је пала на 9,50%. Следећа 2012. година је била позната по упорној и високој инфлацији. Народна банка Србије је у првом делу 2012. године до половине године чак шест пута подизала референтну каматну стопу, да би почетком јула достигла ниво од 10,25%. Оваквом стању су допринеле и регулисане цене које су порасле изнад циља. Овде треба издвојити раст цена хране, који је био већи од очекиваног. Почетком трећег тромесечја 2012. године инфлација у Србији је порасла на 12,9%. На крају године раст потрошачких цена је износио 12,2%, што је знатно премашило инфлациони циљ за ову годину $(4 \pm 1,5)$. У истом периоду је референтна каматна стопа НБС износила 10,0%. И коначно, у 2013. години инфлација је више пута била на историјском минимуму (2,7% априла 2013). Крајем 2013. године потрошачке цене у Србији су биле на најповољнијем нивоу и износиле су 7,05% и врло мало су одступале од таргетираног распона $(4 \pm 1,5)$. Овакав резултат нижег раста потрошачких цена у Србији резултат је боље понуде пољопривредно-прехранбених производа уз неочекивано снажно појефтињење непрерађене хране, пре свега воћа, повољног кретања цена нафте на светском тржишту и пада куповне моћи становништва, (**Слика 16, Табела 86**).

Слика 16. Међугодишња промена потрошачких цена у Србији у периоду 2012-2013. године



Извор: <http://www.nbs.co.bif.rs/2013/02/nbs-nastavak-rasta-medugodisnje-inflacije-i-talas-novih-poskupljenja>, доступно дана 26.02.2014.

Табела 86. Таргетирана и остварена инфлација у Србији и просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције (референтна каматна стопа) у периоду 2009-2013. године

(у %)

Крај године	Инфлациони таргет (циљ)	Остварена инфлација (крај године)	Просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције (крај године)
2009.	8±2	6,6	9,92
2010.	6±2	10,3	11,50
2011.	4,5±1,5	7,0	9,75
2012.	4±1,5	12,2	10,0
2013.	4±1,5	7,05	9,50

Напомена: Референтна каматна стопа коју посматрамо кроз пондерисану просечну каматну стопу на двонедељне репо операције НБС и остварене и циљане стопе инфлације НБС у периоду 2009-2013. године преузете су са сајта: http://www.praksa.rs/aktuelni_podaci.php?open=33, доступно дана 04.03.2014.

Извор: Грбић М., Јакшић М., 2012, Таргетирање инфлације у функцији стабилности цена, Институционалне промене као детерминаната привредног развоја, Економски факултет, Крагујевац, стр. 187, а по основу преузетих података са сајта www.nbs.rs

Референтна каматна стопа је репер НБС и била је променљива категорија током 2013. године. Кретала се у распону од 11,75% фебруар-мај 2013. године, да би крајем 2013. године ова камата пала на 9,50%, што је било у складу са тенденцијом опадајуће инфлације (референтна каматна стопа ЕЦБ 0,25% децембра 2013. године). Иначе на опадање инфлације у Србији додатно је утицала рестриктивна монетарна политика реализована кроз утицаје НБС на девизни курс.

С обзиром на врло кратак рок примене овог концепта у Србији, сувише је рано изводити дефинитивне закључке о његовом успеху. Добијени резултати показују да је таргетирана величина понекад била у границама таргетиране величине а некада не, са карактеристикама велике варијабилности инфлације претходних година, што није добро. Референтна каматна стопа код нас у Србији није значајна категорија као у другим земљама зато што није једина цена новца, јер живимо у привреди која је високо евроизована. Врло често се говори да би референтна каматна стопа требало да буде нижа како би допринела јефтинијим кредитима. Међутим, новца у Србији има довољно, али нема довољно квалитетних корисника зајмова и то за банкарски систем Србије представља проблем.

Таргетирана инфлација доста пута није била остварена и разлози за то су пре свега у привреди Србије, али и у утицају међународног окружења. Истина, реформе у Србији су тек започете тако да смањење инфлације током 2013. године није одраз важних структурних промена, већ смањене куповне моћи грађана, па из тог разлога није долазило до повећања цена. Уосталом, српска привреда има проблеме структурне природе и одрживог развоја као што је деиндустријализација земље. Ово подразумева акценат на реалној економији уместо финансија и услуга, инвестиција уместо потрошње, штедњу уместо задуживања и, коначно, активирање домаћих извора за раст уместо увоза. Међутим, ови фактори нису били испоштовани, што није ишло у прилог афирмацији изабране монетарне стратегије и концепта инфлаторног таргетирања.

18.2. Могућности и ограничења стратегије циљане инфлације НБС

Монетарна стратегија циљане инфлације је у многим светским економијама после више од 20 година у напуштању или је овај концепт у

преформулисању. Према класификацији ММФ-а (IMF 2011), пракса експлицитног таргетирања инфлације присутна је у многим земаљама у развоју, којима припада и наша земља. Србија је високоевроизована економија, уз то мала и отворена, коју карактеришу периоди високе инфлације и хиперинфлације из 1994. године, а уз то и вишедеценијско неповерење у домаћу валуту.

Србија је усвојила концепт таргетирања инфлације користећи регулисано флукутирајући девизни курс. Тачније, Србија и њена НБС је већ крајем 2005. године напустила девизни курс као номинално сидро и прешла на канал каматних стопа. Од септембра 2006. године НБС свој основни уставни мандат, одржавање ценовне стабилности, испуњава у оквирима дефинисаног инфлаторног коридора. Први циљ се односи на базну инфлацију (тј. раст цена на мало које су под утицајем инструмента НБС) и био је дефинисан у следећем интервалу:

- децембар 2006: 7-9% међугодишњи раст,
- децембар 2007: 4-8% међугодишњи раст,
- децембар 2008: 3-6% међугодишњи раст.

Нови Меморандум о стратегији циљне инфлације НБС сачињен је 2008. године. Евидентан је био план поступног смањивања циљаног распона стопе инфлације од 8-12% на почетку 2009. године на 2,5-5,5% на крају 2014. године. Народна банка Србије је утврдила циљеве за инфлацију у 2015 и 2016. години на нивоу од 4%, с довољеним одступањем $\pm 1,5$. п.п. Циљана инфлација и у 2015 и 2016. години ће и даље бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%).¹⁹⁹ Слични систем поступног смањивања инфлације био је присутан у свим земљама које су примењивале стратегију циљања инфлације.

За потребе истраживања могућности и ограничења циљање инфлације у Србији дефинисан је одређени број параметара за најновији период 2009-2013. године кроз оцењивање и то преко: стопе инфлације, варијабилности производње, репо папира које емитује НБС и операција на отвореном тржишту, девизног курса и макроекономских агрегата као што

¹⁹⁹ О томе детаљније видети: Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике, На путу ка остварењу циљева ниске инфлације (септембар 2006), НБС, Београд и Меморандум НБС о циљању (таргетирању инфлације) као монетарној стратегији (децембар 2008), НБС, Београд.

су буџетски дефицит, јавни дуг и спољни дуг.²⁰⁰ Можда највеће ограничење стратегије циљане инфлације у Србији у поменутом периоду је било заправо на макро нивоу што је изражено кроз фокус на контролу инфлације који је чињен само монетарним мерама у ситуацији када привреда има значајне структурне неравнотеже које доводе до рецесије или дефлације и/или када постоји тражњом вучена инфлација што је довело до жртвовања привреде Србије. У таквим условима НБС је користила углавном монетарне мере као што су подизање обавезне резерве, подизање референтне каматне стопе и интензивирање операција на отвореном тржишту (репо папири и продаја девиза). Операције са репо папирима које емитује НБС су најбоља илустрација актуелне монетарне политике таргетирања инфлације. Све ове мере су утицале на раст цене капитала што је за привреду каква је Србија нелогично где постоји значајан *output gap* који се може ануирати само растом инвестиција и производње (Прилив страних директних инвестиција-СДИ за 11 месеци 2013. године 630 милиона евра, а претходне 2012-СДИ 232 милиона евра, НБС 2013). У тим и таквим условима НБС је користила девизне резерве својим интервенцијама како би смањивала притисак на девизни курс у периодима доспећа репо папира. Све ово је довело до прецењености вредности наше валуте у претходном периоду.

Уосталом, инфлација као у свакој економији па и у Србији је мултидимензионалан процес који укључује велики број различитих фактора. Поставља се питање да ли је режим циљане инфлације у Србији успео да испуни своје циљеве? Ако је судити по оствареној инфлацији за период 2010-2012. године и привредном расту, циљање инфлације је далеко од испуњења свог циља. Крај 2010. године Србија је имала инфлацију од 10,3%, а 2011. године 7,0% и 2012. године 12,2%, што је у сва три случаја изнад пројектованог опсега. Ипак, евидентно да је инфлација у Србији најзад успорена и смањена што се манифестовало током 2013. године, (табела 89).

Током 2010. године забележен је веома слаб привредни опоравак од 1,0% и 1,6% 2011. године. Наредне 2012. године Србија је забележила негативан привредни раст. Нешто стабилнији привредни раст Србија бележи тек 2013. године од 2,4%. Истраживања успеха режима циљање инфлације у макроекономским условима Србије показују ипак слабости и да досадашња примена нема утицаја у пуном осегу на поспешивање привредног раста и развоја Србије, (табела 89).

²⁰⁰ За потребе истраживања у овом делу монографије коришћени су и ставови Националног Савета за Привредни опоравак Републике Србије.

У случају Србије када се посматрају операције на отвореном тржишту тј. операције са репо папирима које емитује НБС било је периода када су годишње стопе приноса на репо хартије од вредности износиле 24% 2006. године коју је пратио раст вредности РСД у односу на ЕУР од 1% у истом периоду. У таквим условима спекулативни капитал је капитал је био у прилици да оствари 25% приноса у девизама на финансијском тржишту у привреди Србије која и нема индустрију. У почетном периоду су репо папири у условима прилива капитала од приватизације стерилисале увећану новчану масу. Касније, услед пада прихода од приватизације репо папири су постали инструмент одржавања коњуктеуре на финансијском тржишту Србије како не би дошло до повлачења капитала страних банака у централе банака које функционишу у Србији. Репо папири и државне обвезнице у случају Србије су коришћени за одржавање спољне ликвидности и буџета Србије и не само што привлаче страни спекулативни финансијски капитал већ и доводе до раста цене капитала за привреду и становништво. Конкретно, каматне стопе на динаре 2012. године су износили 18%, док су знатно ниже камате биле на кредите са валутном клаузулом где просечна каматна стопа износи 8% и нижа је од референтне каматне стопе НБС. Степен евроизације кредита у Србији се врло споро смањује упркос предузетим мерама усмереним на динаризацију. Отуда и толико високе каматне стопе банака на финансијском тржишту Србије у посматраном периоду.

У најновијем периоду посматрања референтна каматна стопа у Србији на двонедељне операције НБС у 2011. години је повећана на високих 12,5%, док је камата на преконоћно задуживање банака код НБС повећана на 15%. И у 2012. години двонедељна каматна стопа је и даље у Србији врло висока и износи 10%, али су камате на преконоћном банкарском тржишту ниже и крећу се између 8 % и 9% (НБС, 2012). Питање је у оваквом окружењу у Србији, да ли ће и у будућности *de facto* бити оријентисана на експлицитно циљање инфлације и коришћење двонедељених репо операција као главног инструмента финог подешавања ликвидности (последњи квартал 2013. године референтна каматна стопа у Србији 9,5%, НБС, 2013), или ће се ради боље реализације очувања стабилности цена практично поновно користити сидро девизног курса. Истина, НБС одржава своју референтну каматну стопу на непромењеном нивоу и почетком 2014. године, чиме се покушава одржати инфлација у Србији на нивоу циља (НБС, 2014). Наш став је да овакво понашање НБС у посматраном периоду више личи на улогу послодавца финансијског система Србије, а мање као њен регулатор што треба да буде њена основна улога.

Ако се посматра индикатор као што је девизни курс он је у периоду од 2009. године до 2011. године, депресирао за 9,12%, а тренд депресијације настављен је и током 2012. године и износио је 13,2%, мерено у односу на 2012. годину. И током 2013. забележен је тренд даље депресијације курса динара у односу на евро. Оно што се да закључити јесте да је варијабилност девизног курса незнатно смањена након усвајања режима циљање инфлације и да се варијабилност девизног курса повећава са повећавањем интервенција НБС на девизном тржишту. Главни инструмент монетарне политике у Србији, референтна каматна стопа, нема утицаја на висину девизног курса. У привреди у којој је континуирано увоз већи од извоза девизни курс је параметар контроле цена, а самим тим и изабраног концепта таргетирања инфлације. Монетарни импулси су од стране НБС деловали супротно од очекиваног јер су већ од 2010. године забележене ниске понекад и негативне стопе раста монетарних агрегата М1 и М2 (подаци НБС за 2012. годину). У претходном периоду као негативни трендови присутни су “близаци” дефицити (дефицит текућег рачуна и буџета), што заједно са губицима у јавном сектору и дефицитом пензионерског фонда Србије представља главне структурне неравнотеже које се покушавају санирати континуираним растом дуга (јавног и приватног).²⁰¹ На ово треба додати високи спољни дуг земље, што Србију доводи у позицију високозадужене земље и током 2013. године, (Табела 87).

Табела 87. Макроекономски индикатори за Србију 2005-2013. године

Индикатори	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Реални раст БДП-а, у %	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	2,4
Потрошачке цене, у %	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	7,05
Незапосленост, у %	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23	22,4	20,1
Текући рачун платног биланса, у % БДП	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-6,6	-6,7	-9,2	-8,3	-5,1
Буџетски дефицит, у %	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,7	-4,2	-5,0	-5,1
Јавни дуг, у %	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,7	59,2	61,2

²⁰¹ Дефицит буџета Србије у 2014. години ће порастати на седам па чак и осам одсто бруто домаћег производа (БДП) што ће бити највећа стопа у региону, док се раст БДП очекује на нивоу од нула до један одсто.

Спољни дуг, у %	60,1	60,9	60,2	64,6	70,7	84,9	77,5	85,6	83,1
Курс РСД према ЕУР (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	87,74	93,95	103,04	101,95	113,45	115,08

Напомена:

- а) Реални раст БДП-а за 2013. је по подацима РЗС;
 б) Потрошачке цене у Србији за 2013. годину по подацима Републичког завода за статистику су дате као инфлација мерена индексом потрошачких цена на годишњем просечном нивоу;
 в) Незапосленост је дата по анкети о радној снази РЗС;
 г) Курс динара према еврју је, према подацима НБС, у 2013. години дат као просечан у датом периоду.

Извор: <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014.

Овакав развој догађаја у српској привреди све до 2013. године отворио је питање могућности и ограничења концепта таргетирања инфлације. Макроекономска ситуација у Србији када постоји аутпут геп (autput ger) и инфлација коју гурају трошкови, држање инфлације под контролом, нажалост, не обезбеђује макроекономску стабилност. Као што је већ истакнуто, монетарном политиком се не могу дугорочно постићи добри резултати, већ само привремено и на краatak рок. Тачније, у дугом периоду долази до манифестације недостатака, а то је првенствено недовољна развијеност тржишта које је заправо фини регулатор монетарне политике, инфлационих очекивања и инфлације што ближе жељеном циљу. Преблем НБС је и да инфлација “није монетарна по природи”, већ је изазвана и повећањем например пореза на промет и акциза које се дешавало у Србији почетком 2014. године и разних других трошкова исказаних кроз екстремно висок јавни дуг, спољни дуг и др. Истина, период циљања инфлације има врло кратку историју те отуда се не може дати коначна, већ само актуелна оцена изабраног режима монетарне стратегије у Србији. Ипак, добијени резултати представљају тренутне ефекте циљања инфлације у Србији и евентуално могу послужити за нека даља истраживања.

18.3. Очекивања кретања стопе циљане инфлације у средњорочном периоду у Србији

Инфлација никада не може да се у потпуности предвиди, тако да објављивање циљане инфлације у Србији има улогу смањења инфлаторних очекивања, а када постоји опасност да раст цена изађе из предвиђеног

коридора, НБС мора да мења своју политику. У режиму циљања инфлације важна је координација монетарне и фискалне политике. Влада Републике Србије се Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације обавезала да ће спроводити предвидиву и одрживу фискалну политику у складу са циљаном инфлацијом.²⁰² Сагласно карактеристикама наше привреде, која почива на необављеним структурним реформама и делимичној либерализацији цена,²⁰³ није реално очекивати да у средњорочном периоду инфлација у Србији буде на нивоу ЕУ, односно да се креће од 2,0 до 2,5%.

Циљ НБС за инфлацију у 2014. и 2015. години треба да буде 5,5% уз одступања $4 \pm 1,5\%$. Следеће 2016. године пројектована инфлација НБС треба да буде 4%.²⁰⁴ Главни дезинфлаторни чинилац у 2014. години, као и у претходних неколико година, биће слаба агрегатна тражња и ниски трошкови у производњи хране, док ће притисак на раст инфлације вршити раст регулисаних цена и повећање посебне стопе ПДВ почетком 2014. године (од 18 на 20%), што ипак има једнократан утицај на инфлацију од 0,5%. Из угла НБС, један од потенцијалних ризика за пројектовану инфлацију током 2014-2016. године представљаће и раст премија ризика земље и слабљење вредности динара према евр, што може бити изазвано евентуалним променама монетарних стратегија развијених земаља и земаља у развоју.

Уосталом, спровођење структурних реформи у Србији је предуслов и гаранција за стабилну валуту, ниску инфлацију и одржив економски раст. Последњих година су биле изражене сталне турбуленције тржишних цена,

²⁰² Споразум НБС и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању инфлације) усвојен је на седници Владе 19. децембра 2008. године.

²⁰³ Крајем 2012. године у две од три чланице ЕУ су биле регулисане цене електричне енергије гаса и нафте. Девет земаља нема регулисане цене енергије: Аустрија, Чешка, Немачка, Финска, Луксембург, Холандија, Словенија, Шведска и Велика Британија. Регулисане цене енергије за домаћинства имају: Белгија, Грчка, Ирска, Литванија, Летонија и Шпанија. Регулисане цене и за домаћинства и за индустријске потрошаче и за домаћинства имају: Бугарска, Кипар, Чешка, Данска, Естонија, Француска, Мађарска, Малта, Пољска, Португалија, Румунија и Словачка. Грчка, Литванија и Португалија су се обавезале да до 2013. године постепено укину регулисане цене, а Румунија до 2017. године (То су практична дешавања у ЕУ а ми смо кандидат за чланство у ЕУ прим. аут.), информације доступне на адреси сајта: <http://www.euractiv.rs/energetika/5010-regulisane-cene-u-dve-od-tri-l...>, доступно дана 06.03.2014.

²⁰⁴ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 18. октобра 2013. године.

цена пољопривредних производа и хране, које су знатно смањене током 2013. године, што је веома повољно утицало на ишчезавање инфлационог шока. Од НБС долазе сугестије да Влада треба да утврди средњорочни оквир корекција регулисаних цена, првенствено енергената, дувана, прехранбених производа и др. Треба нагласити да је најпозитивнији допринос расту инфлације у Србији 2013. године дао заправо раст регулисаних цена, (Табела 88).

Табела 88. *Раст регулисаних цена и допринос раста регулисаних цена укупној инфлацији у Србији 2013. године*

(у %)		
Година	Раст регулисаних цена	Допринос укупном расту инфлације /раст регулисаних цена
2013.	10,4	2,1

Напомена: По подацима НБС остварена инфлација у Србији 2013. године је била 7,05%, а 2012. године 12,2%

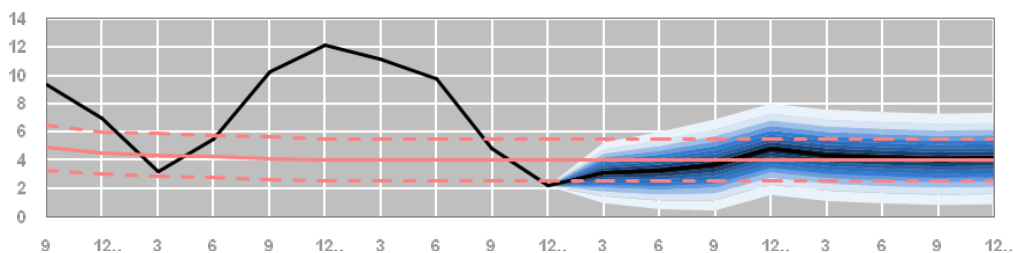
Извор: http://www.rpk-subotica.org.rs/detaljnije_401_inflacija-u-2013-godini, доступно дана 06.03.2014.

Према пројекцијама НБС, у средњем року би инфлација требало да се креће у границама циља (НБС, 2014),²⁰⁵ уз опаску да се одступања од пројектоване инфлације првенствено односе на кретања цена примарних пољопривредних производа на домаћем и светском тржишту, као и на дешавања у реалном сектору и финансијским тржиштима у међународном окружењу. У том контексту карактер евентуалног ублажавања монетарне политике у Србији не би требало да буде обавезујући за НБС због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, (Слика 17). Фискални ризици са којима се сусреће економија Србије су након доношења програма фискалне консолидације мало смањени, а потврду о кредибилности неолибералног програма економске политике, а самим тим и изабране монетарне стратегије циљање инфлације, дао је наставак преговора са ММФ-ом почетком 2014. године.²⁰⁶

²⁰⁵ Детаљније о томе видети: Хинић Б., фебруар 2014, "Говор на презентацији Извештаја о инфлацији" фебруар 2014, Народна банка Србије, Београд, стр. 1-6.

²⁰⁶ Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикана и вероватноћа да ће пасти у овај распон је 10%. Свака следећа нијанса укључује још 10% вероватноће, па цео распон укључује 90% остварене пројекције.

Слика 17. Пројектована инфлација и вероватноће остварења пројекције



Извор: Народна банка Србије, Извештај о инфлацији-фебруар 2014, стр. 1

На крају погледајмо како та условно “ниска инфлација” остварена у Србији 2013. године са пројекцијама до 2018. године стоји и колико је далеко у поређењу са остареним и пројектованим стопама инфлације у економијама бивше Југославије. То практично значи да смо ми још увек удаљени по пројектованој инфлацији 2014-2018. године од некадашњих земаља Југославије, које су достигле стандарде ЕУ од 2-3%, (**Табела 89**).

Табела 89. Остварена стопа инфлације у Србији, Хрватској, Црној Гори, Словенији, Босни и Херцеговини и Албанији 2013. године са пројекцијом инфлације у периоду 2014-2018. године

Година/држава	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Србија	7.8	5.0	4.9	4.0	3.7	3.5
Хрватска	3.0	2.5	2.7	2.9	3.0	3.0
Црна Гора	2.8	2.9	2.3	2.3	2.3	2.3
Словенија	2.3	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1
Босна и Херцеговина	1.8	1.8	1.9	2.0	2.2	2.2
Албанија	2.2	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0

Извор: <http://www.makroekonomia.org/0-sasa-milojevic/inflacija-i-spin/>, доступно дана 12.03.2014.

19. Мере за унапређење монетарне стратегије НБС

Ако парафразирамо дефиницију Милтона Фридмана да је нестабилност курсева (а ми бисмо додали и инфлације), симптом нестабилности у дубини економске структуре, тиме алудирамо на део мера које треба предузимати не само као монетарни лек од стране НБС, већ које би требало да дођу и из сфере реалне економије. За разлику од других централних банака које мењају своју монетарну политику, НБС је само делимично узимала у обзир шта се дешава у реалној економији Србије. Отуда се не може искључиво монетарним мерама постићи зацртани коридор изабране монетарне стратегије кроз концепт циљане инфлације. Уосталом, мере које би се предузимале у Србији за унапређење изабране монетарне стратегије морају долазити коегзистентно и координирано и из правца монетарне и реалне сфере економије. Истина, НБС мора да прати нове монетарне трендове у свету који превазилазе изабрану монетарну доктрину наше централне банке.

НБС је оличена кроз неолиберални тржишни концепт спровођења монетарне политике. Монетарна политика НБС је кроз ефекат угледања изабрала политику и доктрину централних банака западних земаља која је почивала на ставу да је задатак централне банке да брине само о стабилности цена, а да су запосленост и привредни раст у домену Владе и саморегулишућег тржишта. Дакле, на сцени је потпуна неутралност НБС у погледу дешавања у реалној сфери економије. Логика монетарне неутралности централне банке почивала је на уверењу да се штампањем новца пре стиже до инфлације него до привредног раста. Највећи број централних банака у свету до сада је примењивао тзв. циљану инфлацију. Централне банке би одређивале распон дозвољеног кретања инфлације, а затим би, сходно томе, спроводиле рестриктивну или релаксирајућу монетарну политику не обазирјући се на кретања у реалној економији.

Данас имамо велике заокрете у вођењу монетарне политике од стране централних банака у свету. Уместо досадашњег фокусирања само на висину стопе инфлације, акценат се помера на стимулисање и привредног раста и запослености. Ово је тзв. више преформулисани концепт циљане инфлације какав имамо код централних банака водећих економија у свету. Осим тога, ово предлагемо као меру код преформулисања спровођења монетарне политике коју би уврстила наша НБС не само кроз стабилност цена као циљ у наредном периоду, већ се актуелни концепт монетарне политике мора проширити на стимулисање привредног раста и запослености.

Народна банка Србије је у протеклом периоду углавном била фокусирана на политику високих референтних каматних стопа и условно “јаког динара”, што није имало позитивне ефекте на привредни раст домаће економије (Очекивања су да ће стопа раста БДП-у 2014. години бити од 0% до 1%). Ово је иначе аутентичан неолиберални концепт спровођења монетарне политике који је типичан за НБС. Отуда би једна од првих правих мера на терену била ублажавање сувише рестриктивне монетарне политике уз релаксирану монетарну политику, јер ће инфлаторна очекивања у Србији бити доста стабилна у наредном периоду. Уосталом, као следећа мера за унапређење изабране монетарне стратегије коју би требало размотрити је да НБС смањи стопу обавезне резерве по свим основама, и на тај начин повећа количину новца за давање кредита. Ово би имало директан подстицај на привредни раст и смањење незапослености у Србији. За сада НБС сувише опрезно прилази овим мерама.

Референтна каматна стопа је у Србији децембра 2013. године износила 9,5%. Истина, пад референтне каматне стопе је евидентан, али би, по нашем мишљењу, требало да буде знатно бржи, што би била још једна мера у прилог унапређењу изабране монетарне стратегије.

Насупрот нашим искуствима трендови у свету код водећих економија имају супротно искуство код кретања репо каматних стопа.²⁰⁷ Референтна каматна стопа у еврозони (ECB main refinancing rate) је почетком 2014. године износила 0,25%, док је Британска централна банка (Official bank rate) имала званичну каматну стопу од 0,5%. Америчка централна банка (Фед) најављује да ће се током 2014. године фокусирати на висину стопе незапослености и да ће камате држати на нивоу близу нуле све док стопа незапослености не падне испод 6,5% као што је било крајем 2013. године. Иначе, Амерички систем федералних резерви је једна од ретких банака у свету која је међу своје циљеве и раније уврстила максимизирање стопе запослености, али то није био јасно идентификовани циљ. Централне банке у свету су у 2012. и 2013. години драстично повећале износ новца у оптицају, укључујући и депозите комерцијалних банака. Једина монетарна логика на којима данас почива већина економија западних држава јесте да се привредни раст може подстаћи само монетарном политиком, дакле снижавањем каматних стопа, а тиме и подстицањем потрошње и инвестиција. Истина, прилично смо скептични према ставу да се само монетарним инструментима може доћи до привредног раста, (Табела 90).

²⁰⁷ Истина, стоји констатација да је неумесно поредити актуелне трендове монетарне стратегије код развијених економија, али слично и/или исто се понашају у том домену и већина монетарних установа земаља у транзицији.

Табела 90. Преглед референтних каматних стопа водећих централних банака и стопа незапослености у свету и у Србији

(у %)

Земља	Назив централне банке	Назив референтне каматне стопе	Висина референтне каматне стопе	Стопа незапослености	Наредно заседање
Евروزона	Европска централна банка (European central bank)	"ECB main refinancing rate"	0,25	12,0	06.02.2014 .
САД	Федералне резерве (Federal Reserves)	"Federal funds target Rate"	0,25	6,5	29.01.2014 .
Јапан	Банка Јапана (Bank of Japan)	Overnight call Rate	0,1	4,0	22.01.2014 .
Швајцарска	Швајцарска Национална Банка (Swiss National Bank)	"Libor Target Rate"	0%	3,5	20.03.2014 .
Канада	Банка Канаде (Bank of Canada)	"Target Overnight Rate"	1%	7,0	22.01.2014 .
Аустралија	Федералне резерве Аустралије (Reserve Bank of Australia)	"Cash Rate Target"	2,5%	8,0	04.02.2014 .
Нови Зеланд	Резервна банка Новог Зеланда (Reserve bank of New Zealand)	"Official Cash Rate"	2,5	6,2	29.01.2014 .
Србија	Народна банка Србије	Просечна пондерисна референтна каматна стопа на репо операције (Референтна каматна стопа)	9,5	20,1	10.02.2014 .

Напомена: Подаци о оствареној стопи незапослености у водећим економијама света преузета са сајта: <http://tradingeconomics.com-new-unemployment-rate>, доступно дана 08.03.2014, а за Србију референтна каматна стопа и подаци о стопи незапослености преузети са сајта РЗСС.

Извор: Двонедељни извештај са међународног финансијског извештаја (17. јануар 2014), Сектор за финансијске операције, ЦБЦГ, Подгорица, стр. 3

Нови концепт понашања који би требало да буде и нови преформулисани концепт НБС ради унапређења изабране монетарне стратегије јесте да запосленост не буде више први приоритет владе, већ и приоритет централне банке. Оваква мера би требало да буде јасна порука и инвеститорима и потрошачима у Србији. Насупрот овоме, Влада Србије, а и Народна банка Србије (НБС) нису најављивале ништа што може помоћи расту запослености у привреди Србије. Стиче се утисак да се мање и/или више експлицитно раст запослености најављује тек за 2014. годину након смиривања инфлације на једноцифреном нивоу у 2013. години, уз смањење инфлаторних очекивања која се очекује у будућности и референтну каматну стопу НБС која прилично споро иде надоле.

Стабилност инфлације на циљаном нивоу у средњем и дугом року, НБС отвара простор за подизање кредибилитета монетарне политике. Међутим, стална варијабилност остварене инфлације од почетка примене новог оквира монетарне политике 2006. па све до 2013. године не иде у прилог подизању кредибилитета НБС. Као потврду смањења кредибилитета имамо податак да је у периоду 2007-2013. године НБС остварила пројектовани коридор циљање инфлације изабране монетарне стратегије свега 3 пута у претходних 7-8 година. Да би смањили ту варијабилност инфлација кроз конкретан допринос на стабилност потрошачких цена као конкретна мера (а која је дошла и кроз захтев од стране НБС који је упућен Влади Србије), је да би требало да се утврди пројектовани оквир раста регулисаних цена на средњи рок. Наш предлог као конкретан допринос је да Влада треба у прелазном периоду да упути апел јавности да умерено повећавају контролисане цене, као мера за унапређење монетарне стратегије НБС. Све је то неопходно да би се спречило монополско и олигополско понашање одређених структура у друштву. Уосталом, о значају тих регулисаних цена у Србији имамо податак да су исте учествовале у оствареној инфлацији са 2,5%, када је укупни раст потрошачких цена износио 7,05% 2013. године.²⁰⁸ То нам потврђује и податак из 2012. године кроз високо учешће хране које имају регулисан карактер у Србији кроз индекс потрошачких цена од 38,8%. Уз актуелни раст потрошачких цена од 12,2% 2012. године, раст цена хране је износио високих 6,6%.

Све дефиниције, теорије и функције реалног девизног курса у Србији зависе од тога да ли процењујете његов утицај на инфлацију или на

²⁰⁸ Иначе доста ниску инфлацију у Србији од 7,05% крајем 2013. године зову и “сиротињска инфлација” која је добрим делом резултат смањења куповне моћи купаца (потрошача).

платни биланс земље. НБС спроводи политику флукутирајућег тзв. усмереног девизног курса уз слободно формирање на међубанкарском девизном тржишту уз мале свакодневне интервенције наше врхунске монетарне установе. Дакле, НБС спроводи неки облик пузајућег девизног курса који подразумева један узан коридор дозвољене осцилације $\pm 0,5\%$. НБС користи девизни курс као инструмент с којим покушава да смири домаће цене, тако што ће његовом прецењеношћу омогућити јефтинији увоз, чиме смирује трошкове пословања и подстакне стабилност у пословању. Намера НБС је да оваквом политиком смири инфлаторне ризике, обори каматне стопе, при чему би требало да падају и цене, да расте конкурентност привреде, а тиме и извоз, чиме би се смањило платнобилансни дефицит. Међутим, кроз практична дешавања у Србији проблем је што прецењен курс не узима у обзир равнотежну реалну инфлацију која је далеко виша него на иностраним тржиштима, затим огроман спољнотрговински дефицит као и слабу конкурентну моћ наше привреде.

Уосталом, да НБС у предходних 4-5 година није интервенисала на девизном тржишту са десетак милијарди евра, евро би данас био око 200 динара. Било би од огромне користи да су те милијарде евра уложене у извозно оријентисану привреду која би запослила пар стотина хиљада радника, поправила стандард и обезбедила зараде за које вредност евра од 200 динара не би био проблем. Свакако је са актуелном вредношћу динара од 115-117 динара почетком 2014. године уништена свака извозна шанса јер нисмо конкурентни на светском тржишту, што одговара извозничким државама јер им конкуренција није потребна. Најбољи позитиван пример је НР Кина коју западни свет на челу са САД већ две деценије покушава да присили да подигне вредност јуана и тако смањи конкурентност кинеске привреде. Актуелна неолиберална монетарна политика у области спољнотрговинских односа уз прецењену домаћу валуту не може допринети смањењу дефицита спољне трговине привреде Србије. Дакле, потребно је дати подршку извозу.

Отуда неки економисти као једну од мера за унапређење актуелне монетарне стратегије заговарају фиксни курс или боље речено фиксни курс на орочени период (најмање дваанаест месеци). По њима је главни резултат у периоду 2001-2012. године прецењена вредност динара у односу на вредност долара и евра и то за 15%. Разлика у висини инфлације у Србији и зони евра у истом периоду износила је преко 10%. У еврозони је инфлација у периоду 2001-2012. године била око 2-3%, док је у истом периоду у Србији била 7-13%. Дакле, да је курс пратио овај диспаритет цена и трошкова, данас би равнотежни курс динара требало да буде преко 130-140 динара за један евро. Реалност девизног курса би импоновала српској

привреди која је високо отворена, у којој је учешће увоза и извоза у БДП-у крајем 2012. године око 72%.

Треба рећи да је економски тачно да је основна функција девизног курса његова тежња ка изједначавању цена на домаћем и иностраном тржишту. Као конкретну подршку извозу, економисти предлажу монетарну, фискалну и селективну подршку кроз ограничење увоза, и то најпре робе широке потрошње која заузима 25% увоза крајем 2012. године. Такође треба дати разне стимулансе српском извозу у смислу супституисања увозне робе, јер изостанак ове подршке од стране државе видимо кроз пропадање српске привреде. Ово би била монетарна политика подстицајног, односно развојног карактера. Резултат прецењеног девизног курса је пад куповне моћи становништва у Србији реално за пет пута у односу на куповну моћ становништва западних земаља. Прецењени курс и погрешно вођена монетарна, фискална и спољнотрговинска политика је од 2% кредитне задужености према банкама у 2001. години допринела са преко 45%, углавном са девизном клаузулом. Закон о девизном пословању у Србији наметнуо је Србији двовалутни девизни систем, чиме је сав ризик са банака пренео на привреду и становништво, са каматама неколико пута већим у односу на западна финансијска тржишта. Сам финансијски сектор је у страном власништву који сада држи око 90% активе у односу на домаће банке. Овим је изгубљена контрола над монетарним токовима у девизном и динарском пословању. Због ових околности од стране појединих економиста предлаже се успостављање контроле кретања капитала увођењем некадашње Службе друштвеног књиговодства (СДК) или ЗОП-а. Уосталом, ово је опробани модел контроле кретања капитала који је имао пуно успеха у претходном периоду у Србији и некадашњој Југославији.

Насупрот наведеном, има економиста који су против модела фиксног девизног курса. Они сматрају да Србија не може да уведе фиксни курс јер нема сталне и предвидиве приливе девиза као што их има нпр. Хрватска. Ова држава сваке године има минимум 7 милијарди евра прилива искључиво од туризма. Ако овоме додамо да фиксни курс захтева много веће трошкове, његово увођење отворило би питање да ли имамо довољно девизних резерви да бранимо тај курс. У условима у којима се налази привреда Србије фиксни курс није најбоље решење јер има знатан ниво буџетске неравнотеже. Ови економисти наводе да има пуно земаља које имају валутне одборе и неку врсту фиксног курса. У тим земљама инфлација се креће 6-7%, а привредна структура је другачија у односу Србију. Многе земље у транзицији су у једном периоду имале фиксни курс, али и високе стопе раста, што у Србији није случај. Узимајући у обзир све аргументе и контрааргументе приликом избора адекватног девизног курса, стојимо на становишту да ипак треба размотрити опцију фиксног курса, али

на орочени период од највише шест месеци, а све ради унапређења изабране монетарне стратегије.

Од момента увођења новог оквира монетарне политике 2006. па до 2013. године монетарна политика НБС није била у колизији са аспекта остваривања суверенитета и независности приликом спровођења монетарне политике. Пример за то имамо кроз практичне последице спровођења динаризације монетарне политике НБС која се односила на банкарски сектор Србије. У периоду 2007-2013. године динарске каматне стопе на кредите од стране банкарског сектора Србије (који је већински у страном власништву) су биле доста високе, за више од 100% од актуелне стопе инфлације. У том смислу треба разумети и напоре НБС кроз врло честе преформулације референтне каматне стопе у складу са зацртаним циљевима монетарне политике. Још једном ћемо истаћи да у привреди Србије није проблем несташица новца већ недостатак сигурних корисника зајмова, па са те позиције треба посматрати понашање банкарског сектора у претходном временском периоду у Србији, (Табела 91).

Табела 91. Каматне стопе на динарске кредите и стопа инфлације у Србији у периоду 2007-2013. године

	(у %)						
Економски Индикатор/година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Инфлација (годишњи просек)	11	8,6	6,6	10,3	7,0	12,12	7,05
Динарски кредити (просечне камате)	16	21	28	22,4	20,66	20,91	21,29

Напомена:

- а) дозвољен минус 34,85%
- б) Кредитне картице 23,31%
- в) Потрошачки кредити 21,91%
- г) Револвинг кредити 18,17%
- д) Стамбени кредити 15,05%

Извор: По подацима преузетих са сајта www.nbs.rs

У Србији би требало да НБС административно ограничи висину каматних стопа на кредите привреди и грађанима као меру за унапређивање актуелне монетарне стратегије-циљања инфлације. Ову акцију би НБС извела кроз тзв. плафонирање каматних стопа, па би требало размотрити могућност прописивања максимално дозвољене каматне стопе. За то имамо примере Хрватске, САД и великог броја земаља ЕУ. Конкретно, суседна Црна Гора има ограничење каматних стопа на кредите предузећима на 14%, а 15% за грађане, али на привременој основи на рок

од шест месеци. У Хрватској и Македонији то ограничење је везано за кретање референтне каматне стопе и креће се 12 до 13% крајем 2013. године. У земљама ЕУ (Аустрија, Белгија, Данска, Француска, Финска, Грчка, Мађарска, и Британија), користи максимум за уговорене каматне стопе.²⁰⁹ И друге одабране земље чланице ЕУ имају горње границе каматних стопа током 2010. године. Максимална годишња каматна стопа на потрошачки кредит у Белгији износи од 10 до 19,5%, у Француској од 5,72 до 21,63%, у Немачкој од 8,18 до 16,4%, у Грчкој је делимично ограничена на 6,75%, Холандији 1,59%, Пољској 20% и Шпанији 10%.²¹⁰

Овим индиректно дотичемо мере које треба предузети у области реалне сфере економије ради унапређења изабране монетарне стратегије- циљање инфлације, јер одавно инфлација није само монетарни феномен. Свима је познато да, ако привреда не инвестира, становништво све мање троши (због високих каматних стопа у оба случаја). Уколико је буџет рестриктиван, одакле онда може доћи привредни раст? Ортодоксност економске политике Владе, а самим тим и НБС преко конвенционалних мера и инструмената монетарне политике налаже овакво понашање, наравно уз сагласност и подршку ММФ-а. Овим је присутна стална дилема у Србији да ли штедети или трошити, да ли приватизовати предузећа или развијати приватни сектор и да ли нам је потребан привредни раст заснован на страним инвестицијама или развијати концепт домаћег предузетништва.

Буџетски дефицит ће у Србији 2014. години достићи 7-8% , уз реални раст БДП од 0-1% и у тим условима се морају предузети мере постепене фискалне консолидације. Ове мере би долазиле од Владе, а огледале би се кроз опрезно смањење јавне потрошње која је у континуитету присутна свих ових година у Србији, од момента спровођења новог оквира монетарне политике 2006-2013. године. Отуда нам је неопходна конкретна разрада, консензус и координација свих учесника у реалној и монетарној сфери привреде Србије ради креирања амбијента за промене и спровођења структурних реформи. Реформе би требало извести поступно и то кроз:

²⁰⁹ Reifner Udo, Renaud Clerc Sebastien, Knobloch Michael, 2010, "Study on interest rate restrictions in the EU, Final Report", Project NO.ETD-2009-IM-H3-87, Institut fur Finanzdien stleistungen an Zentrum fur Europaische, Mannheim, p. 5.

²¹⁰ Видети исто: Макроекономски извештај ЦБЦГ-II квартал 2013, Монетарна кретања, Подгорица, октобар 2013., стр. 46., а на основу: "Study on interest rate restrictions in the EU Final Report" by Prof. Dr. Udo Reifner, Sebastien Clerc-Renaud, RA Michael Knobloch, mart 2010.

- а) постепено спровођење реформе пензионог система,
- б) решавање проблема предузећа у реструктурирању и спровођење приватизације истих,
- в) спровођење мера за унапређење привредног амбијента како би дошло до страних инвестиција, али и развоја домаћег приватног сектора Србије и
- г) доношење новог законодавства по угледу на земље ЕУ, што ће омогућити лакше запошљавање.

Једини могући одговор на актуелну ситуацију у Србији су мере које ће долазити истовремено из реалне и монетарне сфере економије Србије, а све у циљу унапређења изабране монетарне стратегије. Отуда НБС не треба да буде институција која одређује вредност националне валуте, већ да вредност националне валуте одређује снага њене привреде.

V ТРЕНДОВИ РАЗВОЈА БЕЗГОТОВИНСКИХ ДРУШТАВА ЕКОНОМИЈА ЕУ И СРБИЈЕ

19.1. Кратак опис безготовинског друштва у свету и Србији

Са напретком рачунарске технологије и интернета, процеси преноса и обраде података су убрзани, уз све већу употребу мобилних и електронских плаћања.²¹¹ Апсолутно безготовинска друштва у свету и Европској унији прва ће достићи економије попут Норвешке, Финске, Шведске, Кине и Новог Зеланда, најкасније, према проценама, до 2029. године. Примери развијених безготовинских друштава су Шведска као пионир и Кина са дигиталним јуаном. У Шведској је употреба готовог новца знатно смањена, а свакодневне пословне трансакције су прешле у дигитални облик. Готовина се у тој земљи врло слабо користи – око 20% трансакција се обавља готовином, док се остатак односи на трансакције путем картица, паметних телефона или других дигиталних система.²¹² Такође, треба истаћи да би Кина кроз дигитални јуан могла означити нови почетак у развоју дигиталних валута централних банака (CBDC), које би у будућности могле имати значајну улогу на глобалном нивоу и у економијама широм света.²¹³

Apsolutno bezgotovinska društva u svetu i EU će prve dostignuti ekonomije, Norveška, Finska, Švedska, Kina i Novi Zeland, najdalje po procenama do 2029.godine. Primeri razvijenih bezgotovinskih društava su Švedska kao pionir i Kina s digitalnim yuansom. Švedska je uvelike smanjila upotrebu gotovog

²¹¹ Marko Savić, Nikola Pavlović, Milos Milanović, *Analysis of Modern Payment Systems in Serbia and Countries in the Region*, Oditor, ISSN: 2217-401X, Vol. X, No. 02/2024 p. 2, 2024. Preuzeto sa <https://oditor.rs/index.php/oditor/issue/view/26/23>

²¹² Perkušić, M. (2020.), *Pravo elektroničkog plaćanja*, Zagreb, Školska knjiga, preuzeto 22.10.2024. preuzeto sa linka <https://online.fliphtml5.com/kzpyi/pupi/#p=>, dostupno dana 20.05.2025.godine

²¹³ Batiz-Lazo, B., Efthymiou, L., (2016.), *The Book of Payments: Historical and Contemporary Views on the Cashless Society*, UK, Palgrave Macmillan; 1st edition ili preuzeto sa linka https://books.google.hr/books?hl=hr&lr=&id=zPWoDQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR5&dq=book+of+Cashless+Economy&ots=eIYb593Ybm&sig=2IOMrYxL48ZNPOAHVvOJg19Gjs&redir_esc=y#v=onepage&q=book%20of%20Cashless%20Economy&f=false, dostupno dana 25.05.2025.godine

novca, a svakodnevni poslovni transakcijski poslovi su se prebacili u digitalni oblik. Gotovina se u toj zemlji jako slabo koristi te se oko 20% transakcija vrši gotovinom, dok se ostatak odnosi na transakcije koje se obavljaju putem kartica, pametnih telefona ili drugih digitalnih sistema.²¹⁴

У оквиру економија ЕУ, само се Норвешка и Финска озбиљно приближавају статусу безготовинског друштва, са свега 2% плаћања у готовини. Конкретно, кроз Закон о Централној банци Норвешке, предложено је да потрошачи у малопродајним објектима могу користити готовину у износу до 20.000 норвешких круна. У Србији је безготовинско плаћање још увек у повоју, јер немамо довољно развијену инфраструктуру која би подржала његову широку примену, а посебно недостаје едукација о примени, предностима и недостацима безготовинског друштва — како код трговаца, тако и код купаца, али и утицају на саму економију. Безготовинско плаћање не само да утиче на ефикасније прикупљање пореза, чиме доприноси приходној страни буџета, већ, према искуствима других земаља, има директан утицај на раст бруто домаћег производа (БДП). Коначно, безготовинско друштво има снажан ефекат на смањење сиве економије, јер кроз електронски систем омогућава праћење легалне продаје робе и услуга, чиме се трансакције уводе у законите токове.

Увођењем безготовинског друштва подиже се ниво безбедности плаћања, нарочито путем платних картица, чиме се штите рачуни купаца, продаваца, а посредно и економија у целини. У Србији су најзаступљенији облици плаћања управо електронско и мобилно банкарство, чији је заједнички удео, према подацима Народне банке Србије на крају 2024. године, износио 90,1%. Скоро две трећине грађана Србије користи неки облик безготовинског плаћања, што значи да сваки други грађанин активно користи ову врсту трансакција. Међутим, ако се анализира структура плаћања, чак 70% електронски покренутих трансакција ипак се на крају заврши исплатом у готовини. Иако је тренд раста безготовинског плаћања очигледан, искуства појединих економија Европске уније упозоравају на потребу за опрезом. Пример Шпаније указује да дневни прекиди у електронском систему плаћања могу довести до озбиљних поремећаја. Због тога се препоручује да свако домаћинство има резерву готовине — најмање 70 евра по одраслој особи и 30 евра по детету — како би се обезбедила финансијска стабилност у случају техничких проблема или ванредних ситуација.

²¹⁴ Perkušić, M. (2020.). *Pravo elektroničkog plaćanja*, Zagreb: Školska knjiga, Preuzeto sa <https://online.fliphtml5.com/kzpyj/pupi/#p=>

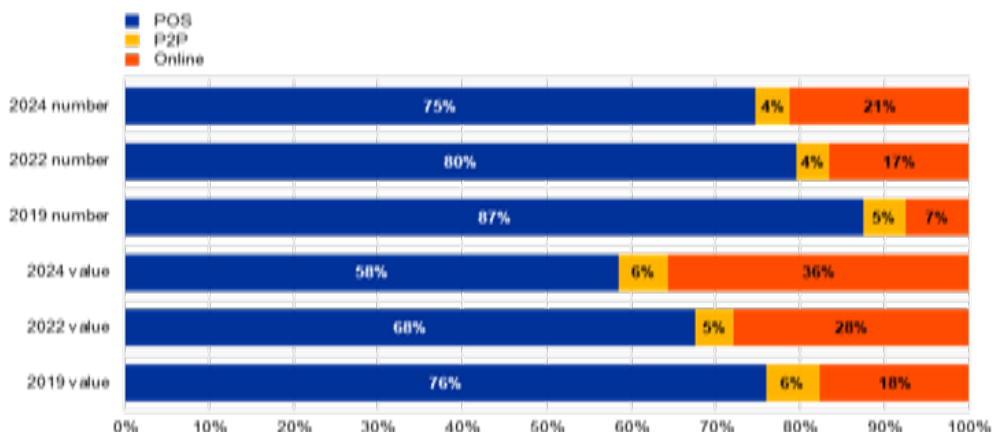
19.2. Актуелни трендови безготовинских друштава у ЕУ економијама

У 2024. години више од половине (52%) плаћања на физичким локацијама у еврозони и даље се обавља готовином. Ипак, овај проценат је значајно опао у односу на 2016. годину, када је износио 79%. Од свих анкетираних земаља, готовина је била најзаступљенији начин плаћања на Малти (67%). Насупрот томе, у Финској је тај проценат износио 27%, а у Холандији чак и мање — само 22%. Занимљиво је да су управо Финска и Холандија биле једине земље у којима је употреба готовине порасла у периоду од 2022. до 2024. године. Упркос све већим променама у начину плаћања, 62% становника еврозоне и даље сматра могућност плаћања готовином веома важном или прилично битном, посебно у кризним ситуацијама различитог порекла. Иако је тренд усмерен ка безготовинским трансакцијама, неке економије су у своја законодавства увеле прописе који омогућавају плаћање готовином до одређеног износа на годишњем нивоу, чиме се обезбеђује финансијска флексибилност и сигурност грађана.²¹⁵

Детаљнијим истраживањем у вези са бројем трансакција у економијама еврозоне, удео ПОС плаћања (плаћања на местима продаје) смањен је за 5 процентних поена од 2022. године и износио је 75 % у 2024. години (**Слика 18**). Ако се рачуна по вредности плаћања, удео је износио 58 %, што такође представља пад од 9 процентних поена у односу на 2022. Са друге стране, удео Р2Р плаћања (плаћања међу појединцима) остао је релативно стабилан — 6 % по броју плаћања и 4 % по вредности плаћања.

²¹⁵ Md Mohib, Uddin., Tatu, Saarinen. Published 21.3.2025., The shift towards a cashless society, Lab University Applied Sciences, информације доступне на адреси линка <https://blogit.lab.fi/labfocus/en/the-shift-towards-a-cashless-society/>, доступно дана 25.05.2025.

Слика 18. Број и вредност дневних плаћања према ситуацији плаћања, еврозона, 2019–2024. година (CB, calculations based on De Nederlandsche Bank and



the Dutch Payments Association (2020, 2022, 2024 and the Deutsche Bundesbank (2018, 2022, 2024).²¹⁶

Ако пратимо удео онлајн плаћања током 2024. године у свакодневним плаћањима потрошача, највећи је у Литванији — 29%, Хрватској — 28% и Аустрији — 28%. Што се тиче вредности плаћања, највеће учешће онлајн плаћања забележено је у Естонији — 50% и Хрватској — 47%.²¹⁷ У неким изабраним земљама ЕУ отежано је подизање готовине на банкоматима, као и то да нека продајна места одбијају готовину, а у појединим банкама (Шведска) готовина уопште није доступна. Европска комисија има препоруку од 2024. године о увођењу горње границе за готовинска плаћања у износу од десет хиљада евра, што јасно указује на изградњу безготовинске државе.

²¹⁶ Broj i vrednost dnevnih plaćanja premasituaciji plaćanja, euro zona, 2019-2024.godine, CB, calculations based on De Nederlandsche Bank and the Dutch Payments Association (2020, 2022, 2024) and the Deutsche Bundesbank (2018, 2022, 2024).,Note: Percentages may not add up to 100% due to rounding. Dostupno na linku https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/space/html/ecb.space2024~19d46f0f17.fi.html#toc5, dostupno dana 25.04.2025.godine

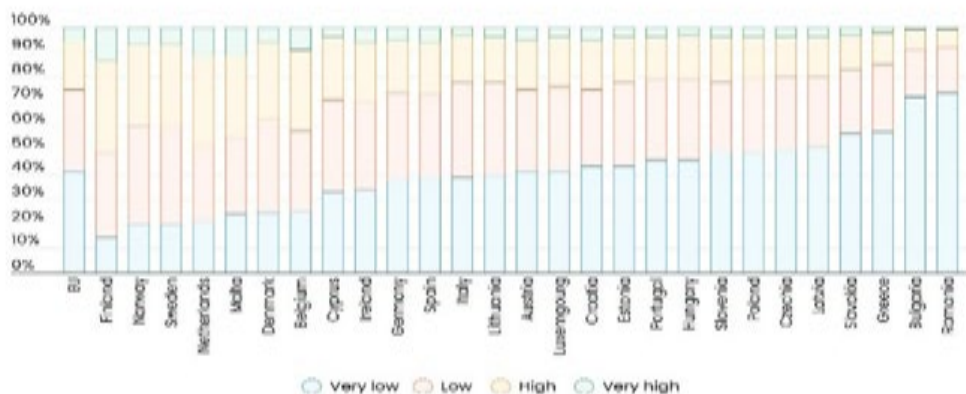
²¹⁷ Study on the payment attitudes of consumers in the euro area, ECB, calculations based on De Nederlandsche Bank and the Dutch Payments Association (2020, 2022, 2024) and the Deutsche Bundesbank (2018, 2022, 2024)., dostupno na adresi linka https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/space/html/ecb.space2024~19d46f0f17.fi.html#toc5, dostupno dana 25.05.2025.godine

Анализа *Payments Report* шведске Риксбанке из 2025. године потврђује да се тржиште малопродајних плаћања у Шведској, земљи са 10,5 милиона становника, убрзано удаљава од употребе готовине. Преостала вредност готовине у оптицају пала је на свега 1% шведског БДП-а. Тржиште плаћања у Шведској је скоро у потпуности дигитализовано. Картична плаћања представљају најчешћи начин плаћања, а све више људи плаћа и путем мобилних телефона. Употреба готовине наставља да опада, па се отприлике свака десета куповина обавља у готовини. У овом истраживању Риксбанке, око 70% малих предузећа наводи да прихвата готовину, иако постоје велике разлике између различитих сектора.²¹⁸ Имамо и потврду о стању дигиталне финансијске писмености у Финској. Подаци из анкете из 2023. године показују да је просечан ниво дигиталне финансијске писмености у финским економијама у оквиру ОРЦИД-а релативно висок, али и да постоји значајна хетерогеност међу становништвом. Жене показују нижи ниво финансијске писмености у поређењу са мушкарцима, док су и млади и старији у радном добу мање финансијски писмени. Финансијска писменост је у снажној корелацији са вишим нивоом образовања. Ово треба да буде јасна препорука и за Србију — да се ради на едукацији становништва у области финансијске и дигиталне писмености, уз посебан фокус на младу и старију популацију. Та писменост не сме бити привилегија богатих или искључиво високообразованих, већ доступна свима.

Детаљна истраживања су потврдила да кроз индекс коришћења софтвера за онлајн банкарство, системе за управљање мобилним апликацијама, системе за спречавање прања новца и присуство других напредних технологија, економије Европске уније показују значајне разлике на крају 2023. године (**Слика 19**). Све ово потврђује да се на врху по развијености дигиталних финансијских технологија налазе Финска, Норвешка и Шведска, док се на зачељу ЕУ економија налазе Грчка, Бугарска и Румунија.

²¹⁸ Payments Report, 10 march, 2025, Sveriges Riskbank ili dostupno na adresi linka <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/betalningsrapport/2025/engelsk/payments-report-2025.pdf>, dostupno dana 23.05.2025.godine

Слика 19. Индекс дигиталног интензитета ЕУ 2023. године (% предузећа и банака)²¹⁹

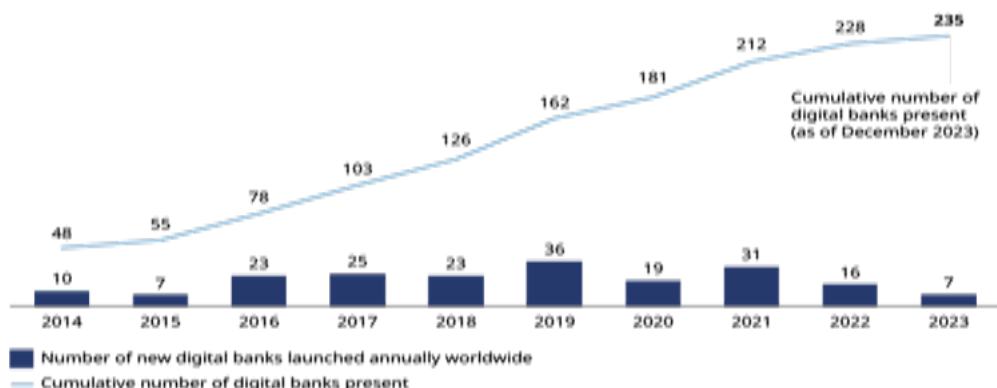


Извор: <https://www.kommerskollegium.se/globalassets/publikationer/market-studies/market-study-the-swedish-market-for-it-services.pdf>

Дигиталне банке на светском банкарском тржишту брзо добијају на популарности, а земље попут Уједињеног Краљевства, које се повукло са тржишта ЕУ, предњаче у погледу усвајања и иновација. У наредном периоду, Кина ће предњачити у погледу остваривања камата у дигиталном банкарском сектору. Од 2019. године дошло је до значајног раста у погледу базе клијената дигиталних банака, величине имовине, прихода и тржишног удела. Овај раст је вођен унапређењем кључне инфраструктуре, као што су модерни рачунарски системи и доступност мобилног интернета. Пандемија COVID-19 додатно је убрзала овај тренд. До краја 2023. године, укупан број лиценцираних дигиталних банака у свету достигао је 235, док је број учесника који нуде шире услуге дигиталног банкарства већ премашио 300. (Слика 20)

²¹⁹ [EU's Digital Intensity Index 2023 \(% of enterprises\)](https://www.kommerskollegium.se/globalassets/publikationer/market-studies/market-study-the-swedish-market-for-it-services.pdf) Market study: The Swedish market for IT services, Open Trade Gate Sweden, October 2024, доступно дана 23.04.2025.године

Слика 20. Број нових дигиталних банака у свету, 2014–2023. година²²⁰



Извор: <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2024/sep/five-key-trends-shaping-digital-banks-future.html>,

Истраживања која смо користили показују да многи Норвешку, у оквиру европских економија, виде као друштво без готовине, са широко распрострањеном употребом кредитних картица и мобилних апликација као што је *Vipps*. У Шведској је систем мобилног плаћања *Swish*, који је покренуло шест банака још 2012. године, постао свеобухватан — користи се на пијацама, у кафићима, продавницама одеће и другим малопродајним местима. Норвешки еквивалент, *Vipps*, који се 2022. године спојио са данским *MobilePay*-ом и формирао *Vipps MobilePay*, такође је веома популаран.

Међутим, нове студије пред крај 2024. године указују да чак 600.000 Норвежана није задовољно постојећим дигиталним решењима из различитих разлога. Иако су системи мобилног плаћања као што су *Swish* у Шведској и *Vipps* у Норвешкој стекли велику популарност, прелазак на друштво без готовине изазвао је забринутост у вези са приступачношћу. У Норвешкој, значајан број грађана — око 600.000 — нема приступ дигиталним услугама, што је подстакло доношење законских мера у циљу очувања готовине као прихваћеног облика плаћања. Истовремено, растући број сајбер-напада и појава прекограничног хибридног ратовања додатно су подстакли политичке промене ка очувању готовине као одрживе алтернативе у платном систему. Све ово може послужити као корисна препорука и смерница за Србију у процесу постепеног преласка ка

²²⁰ [././Insights //Top 5 Emerging Trends Defining The Future Of Digital Banks](https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2024/sep/five-key-trends-shaping-digital-banks-future.html), preuzeto sa linka <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2024/sep/five-key-trends-shaping-digital-banks-future.html>, dostupno dana 23.02.2025

безготовинском друштву — уз неопходно очување инклузивности, безбедности и правичности приступа финансијским услугама.

19.3. Дигитализација као стандард плаћања у САД, Србији, Црној Гори и ЕУ

Дигитализација коју данас живимо у великој мери је преобликовала финансијски сектор, при чему се степен прилагођавања разликује широм света. Поједине земље значајно су напредовале у развоју нових начина плаћања роба и услуга, прилагођених потребама савременог тржишта, чиме су поставиле стандарде које остали актери настоје да прате. Зашто? Зато што унапређивање значи већу конкурентност, а изнад свега — задовољног корисника. Управо та идеја водиља инспирише бројне компаније да трансформишу традиционалне моделе пословања и понуде више избора.

Дигитално плаћање обухвата све методе које омогућавају трансфер новца без физичког контакта са готовином — коришћењем платних картица, мобилних апликација, QR кодова, електронског банкарства или дигиталних новчаника. Предности савремених облика плаћања далеко су израженије од њихових недостатака, што у великој мери подстиче њихово све шире прихватање.²²¹ Ове методе постепено потискују традиционалне начине плаћања, нарочито међу млађим генерацијама и у урбаним срединама. Не само да омогућавају брже и једноставније свакодневне трансакције, већ корисницима пружају и низ практичних предности — од већег комфора и безбедности до лакше контроле трошкова. Електронски новац се најчешће дефинише као новац који циркулише кроз електронске канале, а основно средство за његово коришћење јесу платне картице.²²²

Брзина развоја платних технологија најбоље се огледа у чињеници да се питање „да ли плаћамо готовином или картицом“ данас већ сматра застарелим — иако нам се чини да је та пракса тек недавно заживела. Не знамо тачан тренутак када су картице постале подразумеване, али данас је

²²¹ Nikola Kovinić, Marko Savić, Nikola Pavlović, *E banking analysis during covid-19 pandemics*. Ekonomski signali, Vol. 17, Br. 2, str. 180, Kosovo and Metohija Academy of Applied Studies, Leposavić, 2022. ISSN 1452-4457, E-ISSN 2560-3302, преузето са <https://esignali.edu.rs/index.php/es/article/view/36/31>

²²² Марић, Слободан, Платне картице-предности и недостаци, *Анали Економског факултета у Суботици*, 2004, br. 12, str. 173-185., доступно на адреси линка <https://scindeks.ceon.rs/article.aspx?artid=0350-21200412173M> , доступно дана 15.07.2025.

стандард де факто другачији. То је дигитално плаћање, односно његове бројне бесконтактне и виртуелне опције. Ову промену у великој мери је подстакла смена генерација. Савремени потрошачи су одрастали уз дигиталну револуцију и очекују да сваки аспект живота и пословања буде управо такав — брз, ефикасан и једноставан, дакле „на клик“. Време је постало један од најдрагоценијих ресурса. Нико не жели да га троши чекајући у редовима, када то исто време може провести са најближима или посветити нечему креативном и продуктивном.

Главне форме безготовинског плаћања у Србији су:

1. Картице (дебитне и кредитне) – Mastercard, Visa, DinaCard
2. Мобилно банкарство и e-banking – апликације банака (m-banking) и веб-банкарство
3. Инстант плаћања (IPS систем) – систем Народне банке Србије омогућава трансфере новца у реалном времену, 24 часа дневно, 7 дана у недељи
4. QR кодови – све више продајних места и пружалаца услуга уводи могућност плаћања скенирањем QR кода, што убрзава и поједностављује процес.
5. Апликације као што су IPS Scan, mWallet – омогућавају лакше и брже трансакције.

Насупрот Србији у Црној Гори имамо главне форме безготовинског плаћања:

1. Картице (Visa, Mastercard) – доминирају у свакодневной употреби
2. Интернет и мобилно банкарство – добро развијено код већих банака
3. Платне апликације (нпр. mBanking апликације домаћих банака) – број корисника је у порасту
4. Apple Pay и Google Pay – подржани код неких банака

Ограничења и изазови безготовинског начина плаћања и у Србији и Црној Гори су:

- Већи удео готовинских плаћања него у ЕУ
- Недовољна едукација грађана о предностима безготовинског плаћања
- Мање развијена инфраструктура у руралним крајевима

Услед промене начина комуникације са потрошачима, и оне индустрије које су сматране традиционалним, уводе бројне новине. Да ли сте, на пример, могли да замислите да ћете и гориво на бензинским станицама плаћати дигиталним путем?

Тако сада на бензинским станицама НИС-а можете платити путем дигиталне апликације Drive.Go, одмах на тачионом месту, без уласка у сам објект. Такође, на одабраним бензинским станицама НИС-а можете платити гориво и друге производе на самоуслужној каси у ентеријеру бензинске станице, без потребе за одласком на „традиционалну“ касу и губљењем времена у редовима. Ако се посматра статус безготовинског плаћања у ЕУ имамо достигнуте трендове.

Основни облици безготовинског плаћања у ЕУ:

1. Платне картице (дебитне и кредитне)
 - Најзаступљенији начин безготовинског плаћања.
 - Омогућавају плаћање на продајним местима, онлајн куповину и подизање новца са банкомата.
2. Мобилна плаћања и дигиталне новчанице (нпр. Apple Pay, Google Pay, Revolut)
 - Растућа популарност, нарочито међу млађим потрошачима.
 - Истичу се по погодности, брзини и безбедности.
3. Интернет и мобилно банкарство
 - Омогућава директна плаћања (нпр. рачуна) преко веб платформи или апликација.
4. SEPA кредитни трансфери и директна задужења
 - SEPA (Single Euro Payments Area) представља јединствено европско платно подручје за трансакције у еврима.
 - Омогућава једноставно и јефтино преношење новца унутар ЕУ.
5. Брза плаћања (Instant Payments)
 - Средства се пребацују у року од неколико секунди, 24 часа дневно, 7 дана у недељи.
 - Убрзано се уводе у све већем броју земаља ЕУ.

Ако посматрамо ситуацију преко океана, конкретно у Сједињеним Америчким Државама, можемо рећи да је пут од чекова до самоуслужних каси био кратак, али интензиван. Чекови се данас готово више и не користе, док дебитне и кредитне картице доминирају платним системом, чинећи 30% и 32% свих плаћања — показују подаци из 2024. године, добијени у

истраживању које су спровеле Америчке Федералне резерве, централна банка САД. Готовина је знатно мање заступљена, са уделом од свега 16%.

Према подацима Банке Америке, више од 5,2 милијарде потрошача широм света користиће дигиталне новчанике до 2026. године. То показује да нове начине плаћања прихватају све генерације — не само такозване генерације З или Икс — и да њихово време тек долази. Ту су и криптовалуте, које представљају најмодернији вид плаћања. Иако су тренутно ограничене на ужи круг корисника, с обзиром на убрзан развој, није немогуће да ће се у будућности користити и за „ситније“, свакодневне трансакције.

Остаје да видимо какве ће нам нове опције плаћања донети вештачка интелигенција. До тада, треба постојећу понуду искористити на најбољи могући начин и тиме себи олакшати свакодневицу.

19.4. Дигиталне иновације

Банкарски систем је већ одавно у великој мери дигитализован. Дигиталне иновације радикално су трансформисале банкарски сектор, уводећи нове технологије и услуге које редефинишу како банке послују и на који начин корисници приступају својим финансијама. Системи за електронски трансфер новца развијали су се под утицајем брзог ширења интернета, отварајући пут све напреднијим решењима.²²³ Ова трансформација обухвата широк спектар технологија — од мобилног банкарства и вештачке интелигенције, до блокчејна и бесконтактних плаћања — чиме се омогућавају брже, сигурније и персонализоване услуге.

Употреба дигиталних платформи за продају, као што су *Instagram*, *Shopify* и *Viber* продавнице, постаје све популарнији и ефикаснији начин за достизање купаца, нарочито када је реч о малим и средњим предузећима. У наставку следи кратак преглед сваке од ових платформи, њихових предности и искустава у Србији и Црној Гори:

1. Инстаграм

Врста платформе: Друштвена мрежа са фокусом на визуелни садржај

²²³ Marko Savić, Nikola Pavlović, Nikola Milanović. Savremeni sistemi transfera elektronskog novca u Srbiji, Ekonomski signali, Vol. 12, Br. 2, str. 41, Akademija strukovnih studija kosovsko metohijska, Leposavić, 2017, ISSN 1452-4457, E-ISSN 2560-3302, preuzeto sa linka <https://esignali.edu.rs/index.php/es/article/view/109/106>

Циљ: Стварање бренда, директна комуникација са купцима, продаја преко постова и порука

Кључне предности:

- Висока видљивост и ангажовање корисника
- *Instagram Shopping* омогућава означавање производа у објавама
- Могућност коришћења инфлуенсера за промоцију
- Погодан за промоцију моде, козметике, хране, уметности и сличних визуелно атрактивних производа

Инстаграм профили, попут Ананас.рс у Србији, јасно показују циљну функцију платформе. Преко креативних реклама, брендови се позиционирају у свакодневним навикама корисника – као што је, на пример, порука: „Напољу је вруће — попиј кафу код куће.“ Тешко је одолети Инстаграм продаји када Ананас нуди преко 900.000 производа на својој платформи. У области козметике и неге, Инстаграм се користи за спајање науке и лепоте – „Лепота има тајне, наука их открива.“ Тако се, на пример, дистрибутивни партнер бренда Merz Spezial у Србији и Црној Гори ослања на Инстаграм за промоцију својих производа.²²⁴ Такође, профил Polydor је званични заступник компаније Rapini за Србију и Црну Гору – светски познатог бренда у производњи албума и самолепљивих сличица – и користи Инстаграм за комуникацију са љубитељима колекционарства свих генерација.

Имамо податке да је Црна Гора рекордер у Европи и да има два пута више мобилних телефона него становника, не заустављамо се на томе – чак 50 одсто становника Црне Горе користи друштвену мрежу Инстаграм. Податак да од 0,62 милиона становника, 0,31 милиона становника има Инстаграм. Подаци агенција Статиста показују да су се земље региона зауставиле до 35 одсто, па долазимо до одговора: да сваки други становник Црне Горе користи Инстаграм.

²²⁴ <https://www.instagram.com/merzspezial.rs/>

Табела 92. Коришћење инстаграм мреже у сусрет релним приликама коришћења корисника мобилне мреже у Црној Гори

Корисници по годинама	18-24	25-34	35-44	45-54	55-64	Укупно корисника
Инстаграм глобално	31%	34%	15,8%	7,4%	2,9%	1.000.000.000+
Фацебоок у ЦГ	14%	32%	25%	16%	9%	300.000 активних корисника 460.000 регистрованих
Инстаграм у ЦГ	22%	36,8%	20,5%	10%	4,4%	300.000
Становништво у ЦФ	30,7%	13,39 %	14,18 %	12,96 %	13,18 %	621.873

Извор: Svaki drugi stanovnik Crne Gore koristi Instagram: Da li smo postali zemlja influensera? 19.05.2021. доступно на адреси линка <https://www.dan.co.me/vijesti/drustvo/svaki-drugi-stanovnik-crne-gore-koristi-instagram-da-li-smo-postali-zemlja-influensera-5068165>, доступно дана 18.07.2025.године

2. Shopify

Врста платформе: E-commerce платформа

Циљ: Отварање и управљање интернет-продавницом

Кључне предности:

- Комплетно решење за интернет продају (каталог, плаћање, испорука)
- Лако повезивање са Instagram-ом и Facebook-ом
- Подршка за различите начине плаћања
- Погодан за растуће брендове који желе професионалну веб-продавницу

Вибер продавнице

Врста платформе: Апликација за комуникацију с могућношћу креирања продавница унутар апликације

Циљ: Брза и директна комуникација са купцима и продаја преко порука

Кључне предности:

- Једноставно постављање производа и примање поруџбина директно кроз апликацију
- Идеално за локалне продавце, занатлије и микро предузећа

- Подршка за аутоматске одговоре и ботове
- Висока стопа отварања порука (већа него е-пошта)
- Употреба дигиталних платформи за продају (Instagram, Shopify, Viber продавнице).
- Корист од дигиталних новчаника (npr. PayPal, Google Pay, Apple Pay).
- Аналитика понашања купаца и персонализована понуда.
- Омниканални приступ комуникацији са купцима.

Почетком 2023. године, Rakuten Viber је најавио увођење нових функција које олакшавају откривање локалних фирми и комуникацију са малим бизнисима у Србији. Корисници сада могу лакше да пронађу локалне предузетнике и директно ступе у контакт са њима путем Вибера, што значајно унапређује повезаност и подржава локалну привреду.

Ове функционалности су део Вибер пословних налога, који омогућавају власницима малих предузећа да задрже професионално присуство на платформи, као и да промовишу своје производе и услуге на једноставан и приступачан начин. Rakuten Viber тако показује стратешку оријентацију ка подршци микро и малим бизнисима у региону, пружајући им алате за бољу видљивост и директну комуникацију са купцима.

Нове функције укључују:

- Локална претрага. Корисници могу да пронађу профиле предузећа тако што ће у апликацији претражити назив бизниса или одређену категорију. Резултати претраге су прилагођени локацији корисника и приказују само предузећа која се налазе у истој земљи. Захваљујући функцији Локалне претраге, резултати су додатно прецизирани по области, помажући корисницима да открију фирме у свом окружењу које су присутне на Виберу.

- Пословни позиви. Предузећа сада могу да омогуће корисницима да их позову директно путем Вибер апликације, чак и ако немају њихов број телефона. Функција Пословних позива омогућава корисницима да успоставе гласовне и видео позиве путем Пословног налога, уз заштиту приватности – приказује се само назив и лого предузећа, а број телефона власника остаје сакривен. Ова опција омогућава корисницима сигурну и директну комуникацију са бизнисима.

Нове функције омогућавају корисницима у Србији да брже и лакше пронађу релевантне бизниси и једноставно ступе у контакт са њима. Ова побољшања су део шире мисије да Вибер постане „супер апликација“ – како за крајње кориснике, тако и за предузећа. Са овим додацима, Вибер додатно оснажује своју платформу, пружајући боље могућности за

дигиталну комуникацију и повезивање са локалним услугама. То га позиционира као вредан алат за све мале и средње бизнисе који желе да буду присутни тамо где су и њихови купци – у реалном времену, на мобилном телефону.

Из искуства економије из које долазимо као аутори, Црна Гора никад није доспела на Google листу држава из којих је могуће плаћање услуга, па Viber Plus, који је понуђен пре неколико дана ексклузивно за црногорско тржиште, и за који се плаћа путем App Store, односно Google Play продавнице, неће моћи да користе власници андроид уређаја. Rakuten Viber је пре неколико дана објавио да уводи Viber Plus - ексклузивни додатак, за који претплата износи 1,99 долара за месец, а Црну Гору су, како је саопштено, изабрали као прву земљу на свету која ће добити ту премијум услугу.

Google је услугу плаћања Google Pay у региону међу првима омогућио Хрватској, у августу 2018. Нека плаћања могућа су и за кориснике у Србији и Албанији. Осим што нема могућност плаћања за Google производе, Црна Гора још чека и да PayPal, глобални систем онлајн плаћања, омогући примање новца на PayPal рачуне црногорских корисника.

19.5. Дигитално плаћање –дебитне и кредитне картице

Дигитално плаћање (енг. *digital payment*) обухвата све врсте новчаних трансакција које се обављају електронским путем, без физичког преноса новца. Укључује: Платне картице (дебитне и кредитне).

Платне картице (дебитне и кредитне) представљају најраширенији облик дигиталног плаћања у свету. Оне омогућавају потрошачима и предузетницима да брзо и сигурно обављају трансакције, како у физичким продавницама, тако и онлајн.

Дебитне картице

- Повезане су директно са текућим рачуном корисника.
- Трошкови се одмах скидају са рачуна при свакој куповини.
- Често се користе за свакодневне трансакције, попут куповине намирница или плаћања рачуна.
- Популарне банкарске мреже: Visa Debit, Mastercard Debit, Maestro.

Предности:

- Контрола потрошње (нема задуживања)
- Безбедно и практично коришћење

- Доступне практично свим грађанима који имају рачун у банци

Кредитне картице

- Омогућавају позајмицу новца од банке до одређеног кредитног лимита.
- Корисник враћа износ у одређеном року, често без камате ако се плаћа на време.
- Идеалне су за онлајн куповине, резервисање путовања, као и за изградњу кредитног рејтинга.

Предности:

- Одложено плаћање и флексибилност
- Погодности као што су cashback, бонус поени, осигурање
- Виша безбедност при интернет куповини (често имају додатне слојеве заштите као 3D Secure)

Зашто су платне картице важне за предузетнике?

- Повећавају број могућих купаца – већина људи носи картицу, не готовину.
- Омогућавају лако онлајн пословање.
- Бржа наплата у односу на чекове или готовину.
- Интеграција са POS системима, евиденција промета и лакше књиговодство.
- Поверљивост и сигурност трансакција

Савремени трендови

- Бесконтактно плаћање (NFC): Довољно је само приближити картицу терминалу.
- Виртуелне картице: Користе се искључиво онлајн, без физичког облика.
- Интеграција са мобилним новчаницима: Коришћење картица преко апликација као што су Google Pay и Apple Pay.

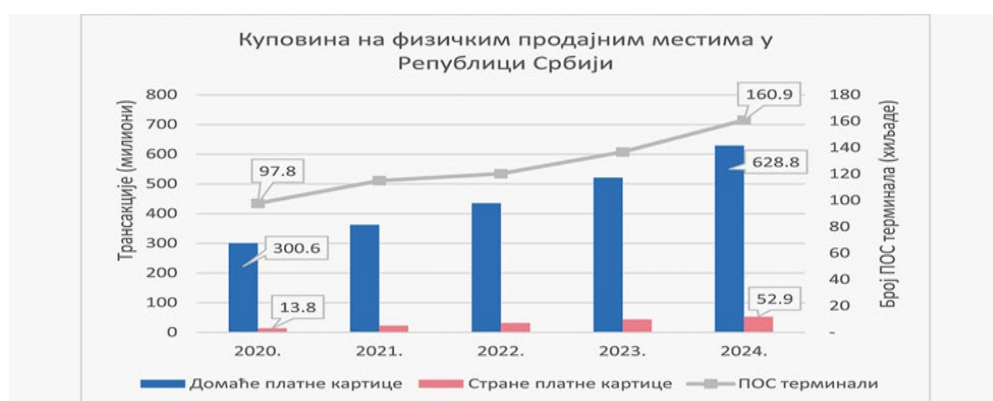
19.6. Искуства са коришћењем картица –дебитним и кредитним са посебним освртом на мобилна плаћања -пример Србије и Црне Горе

У Србији пластичне картице (дебитне и кредитне) су порасле на 12,2 милиона издатих картица до краја 2024, што је повећање од ~5,9 % у односу на 2023. годину. Укупно је извршено 681,7 милиона трансакција картицама у продавницама током 2024, што је пораст од 20,8 % у односу на 2023.

Присуство POS терминала достиже преко 160.000 (раст од ~17,7 %) и мреже АТМ банкомата ~3.200 јединица у 2024 .

Детаљније, ако се посматра претходни период, број куповина обављених картицама у трговинама у Србији се у 2024. години повећао за 20,8 одсто у односу на 2023. годину, када су била извршена 564,3 милиона куповина. У средњем року од пет година раст се више него удвостручио и износи 116,8 одсто у односу на 2020. годину, када су обављена 314,4 милиона куповина.

Слика 21. Проценат куповине на ПОС терминалима и трансакција картицама у трговинама у Србији 2020-2024.године



Извор: У Србији издато 12.2 милиона платних картица, 13.3.2025., Преузето са линка <https://biznis.rs/vesti/srbija/u-srbiji-izdato-122-miliona-platnih-kartica/>, доступно дана 18.07.2025.године

Ако истражујемо податке на подручју Црне Горе искуства и као туриста и као посетиоца са наше стране, коришћење картица је распрострањено у туристичким подручјима: ресторани и супермаркети у Будви и Котору прихватају картице, док мали продавци сувенира најчешће раде искључиво кешом. На приморју и већим градовима, Apple Pay и Google Wallet функционишу у већини места са NFC платним терминалима.

Ако упоредимо податке и пребацимо се на информације у Србији у том погледу настављена је тенденција повећања броја текућих рачуна и њихових корисника као и смањења броја кредитних картица и корисника овог инструмента плаћања. Подаци Кредитног бироа Удружења банака показују да је последњег дана марта 2025.године у Србији било отворених 9,56 милиона текућих рачуна а њих је користило 6,11 милиона корисника. Број кредитних картица износио је 1,12 милиона а њихових корисника 906.994.

Из угла Европске уније анализом норвешког информационо-финансијског портала пред крај 2024.године, у којој су коришћени јавно доступни подаци више институција, утврђено је да су нордијске државе најспремније за будућност без готовине у односу на остатак Европе. Између осталог, у анализи су коришћени подаци о броју банкомата и броју терминала за картично плаћање на 100.000 људи, о лимиту који је могуће потрошити приликом картичног плаћања и о броју оних који користе интернет банкарство. Према овом истраживању до којег смо дошли Црна Гора има 77 банкомата на 100.000 становника, док је од држава региона у Србији то 53 банкомата, Хрватској 141, Босни и Херцеговини 58, Северној Македонији 57 и у Албанији 35 банкомата на 100.000 становника. Овом анализом је установљено да је управо Норвешка најспремнија за будућност без готовине. Наиме, ова земља је међу онима које имају најмањи број банкомата, а чак 96 одсто становништва користи интернет банкарство. Што се тиче спремности за будућност без готовине, Финска и Данска заузимају друго и треће место јер имају нешто више банкомата од Норвешке и нешто мање терминала за картично плаћање, али у овим државама готово исти проценат становништва користи интернет банкарство. Међу десет најспремнијих држава налазе се Холандија, Шведска, Исланд, Естонија, Литванија, Кипар и Швајцарска, док су међу најмање спремним земљама Јерменија, Грузија и Немачка.

Табела 93. Број банкомата у државама Балкана крајем 2024. године на 100 хиљада становника 2024. године

БРОЈ БАНКОМАТА	100 ХИЉАДА СТАНОВНИКА
Хрватска	141
Црна Гора	77
Босна и Херцеговина	58
Северна Македонија	57
Србија	53
Албанија	35
Косово и Метохија	29

Извор: *Budućnost bez gotovine: Crna Gora na začelju liste, 07.12.2024., podaci dostupni na adresi linka <https://bankar.me/buducnost-bez-gotovine-crna-gora-na-zacelju-liste/>, dostupno dana 12.07.2025.*

Према подацима Националне банке Аустрије, на крају првог квартала 2025. године, свака десета продавница у Аустрији више не прихвата плаћање у готовини – новчаницама или кованицама. Иако је готовина остала веома омиљена код Аустријанаца, све више продавница се

одлучују на безготовинско плаћање, због чега Национална банка најављује мере. Пре пет године удео радњи које не примају готовину био је на шест одсто, али се од тада све чешће на касама може прочитати „не примамо кеш”. То је, према актуелним правилима дозвољено, али Национална банка Аустрије тражи поштравање обавезе прихватања готовине. Из удружења трговаца Аустрије указују да је безготовинско плаћање брже, као и да олакшава рачуноводство. Поред тога многи одустају од “кеша” због ризика од крађе.

Ако се пребацимо на терен истраживања по подацима из 2025.године плаћање телефоном, без новчаника и без физичког контакта, више није ствар будућности ни за кориснике у Црној Гори. Захваљујући ширењу Apple Pay и Google Pay система, све више банака у Црној Гори омогућава бесконтактна мобилна плаћања путем паметних телефона и паметних сатова. Реч је о технологијама које су већ годинама стандард у западним земљама, а сада их, коначно, користе и црногорски грађани.

Отуда предности мобилног плаћања и са становишта предузетника и купца су:

- Брзина и практичност – плаћање траје мање од секунде,
- Сигурност – сваки Apple Pay и Google Pay систем користи токенизацију, па стварни број картице није познат продавцу,
- Биометријска заштита – аутентификација отиском прста или лицем,
- Мање физичког контакта – идеално у ери пост-пандемије,
- Праћење трошкова – увид у трансакције одмах кроз апликацију.

Мане мобилног плаћања су:

- Зависност од батерије – ако вам се испразни телефон, нема плаћања
- Потребна интернет конекција за прве поставке
- Могућност губитка уређаја – ако не користите ПИН или биометрију, можете се изложити ризику
- Дигитални траг – свака трансакција је потенцијално праћена путем сервиса трећих страна
- И даље ограничен број продајних места која активно промовишу ову врсту плаћања

Можемо закључити да Apple Pay и Google Pay нису само тренд, већ озбиљан корак ка дигиталној трансформацији потрошачког искуства у Црној Гори. Иако је технологија још нова за већину корисника, очекује се да

ће се њен значај експоненцијално повећавати. Банке које већ сада омогућавају мобилна плаћања показују да прате глобалне токове – а корисници који прихвате ове методе, добијају више сигурности, једноставности и контроле.

19.7. Кретања примене безготовинског начина плаћања у економијама Европске Уније

У складу са законодавством ЕУ, увођење званичне дигиталне валуте мора да добије одобрење Европског парламента и Савета ЕУ-а, на основу предлога Европске комисије. Стручњаци за монетарну политику из Централне банке Француске и представника Аустријске народне банке, проценили су да дигитални евро неће бити уведен пре 2027. или 2028. године, а његова потпуна имплементација могла би трајати до 2030. Према законима ЕУ, евро у папирном и кованом облику остаје једино законско средство плаћања у Унији. Додатно, ЕУ законодавство не може једноставно укинути готовину – неке државе чланице, попут Немачке, имају додатне законске заштите за употребу готовине.

Када употребљавате картицу или телефон, плаћања обично пролазе кроз системе као што су Visa, Mastercard, PayPal или Alipay. А одакле долазе ти системи? Из САД или Кине. Цела инфраструктура која омогућава кредитна и дебитна плаћања није европско решење. ЕЦБ не заговара укидање платних система као што су Visa, Mastercard, PayPal или Alipay. Напротив, подржава се разнолик и конкурентан избор плаћања који укључује приватне и јавне опције. Дигитални евро био би додатна могућност за потрошаче и компаније, уз готовину и постојеће дигиталне методе плаћања, а не њихова замена.

Почетком 2024. године, Европски парламент и државе чланице ЕУ постигли су договор: убудуће се куповине у износу већем од 10.000 евра више неће моћи плаћати готовином. Циљ је борба против прања новца и финансирања тероризма. државе чланице које већ имају ниже лимите моћи да их задрже. Такође, нова правила се неће примењивати на трансакције између физичких лица која нису укључена у професионалне активности. Дакле, ако приватно купујете аутомобил за више од 10.000 евра, и даље ћете моћи да га платите готовином.

Важно је истаћи да нова правила не ограничавају поседовање готовине. Дакле, колико готовине држите код куће није предмет регулације. Међутим, због инфлације и других економских фактора, држање великих количина готовине код куће може бити ризично.

За разлику од већине земаља ЕУ, *Немачка* за сада нема национално ограничење за плаћања готовином – изузетак су куповине некретнина, које

од априла 2023. више не смеју бити плаћене готовином. Осим тога, постоје две важне обавезе идентификације:

- За готовинска плаћања изнад 10.000 евра потребно је показати личну карту – трговац бележи личне податке.
- Код куповине племенитих метала и уметничких дела у износу већем од 2.000 евра (од 1.1. 2020) такође је обавезна идентификација.

Према подацима Европског потрошачког центра (ЕСС), 18 од 27 држава чланица ЕУ већ има ограничења за плаћања готовином. Ова ограничења варирају, а овакво је било стање према подацима из 2023. године:

Грчка: максимално 500 евра за плаћања готовином, осим за куповину аутомобила. *Хрватска*: до 15.000 евра. *Француска*: 1.000 евра за резиденте, 15.000 евра за нерезиденте. *Италија*: од јануара 2023. године, лимит је повећан на 5.000 евра. *Шпанија*: 1.000 евра за резиденте, 10.000 евра за нерезиденте. Белгија: 3.000 евра за робу и услуге; забрана готовине за куповину некретнина, каблова, отпада и племенитих метала. *Бугарска*: 10.000 лева (око 5.110 евра); важи и за повезана плаћања. *Чешка*: до 270.000 круна дневно (око 10.800 евра).

Данска: 20.000 круна (око 2.689 евра) за плаћања предузетницима; без лимита за приватна лица. *Естонија*: нема законског лимита, али трговци могу одбити више од 50 кованица/новчаница по трансакцији (постоји практично ограничење које важи за број физичких новчаница и кованица које користиш у једној трансакцији) *Финска*: нема законског лимита, али трговци могу одбити готовину ако то јасно назначе. *Ирска*: без законског ограничења, али трговци могу поставити сопствене лимите. *Летонија*: 7.200 евра; куповина земљишта готовином није дозвољена. *Литванија*: 5.000 евра за физичка и правна лица. *Луксембург*: без лимита, али за износе од 10.000 евра потребна провера идентитета. *Мађарска*: физичка лица без ограничења; правна лица до 1,5 милиона форинти месечно (око 4.200 евра). *Малта*: забрана готовинских плаћања изнад 10.000 евра за луксузне производе (нпр. накит, аутомобили). *Холандија*: тренутно без лимита; планира се забрана изнад 3.000 евра. *Пољска*: до 15.000 злота (око 3.300 евра) за плаћања између трговаца; без лимита за физичка лица. *Португал*: 3.000 евра за резиденте, 10.000 евра за нерезиденте; порези до 500 евра могу да се плате готовином. *Румунија*: 5.000 леја (око 1.016 евра) дневно трговцима; 10.000 леја (око 2.033 евра) за робу/услуге; 50.000 леја (10.045 евра) између потрошача. Дакле, на овом списку налази се 21 земаља. У питању су земље које имају неки облик ограничења, док 18 земаља има чисте законске лимите.

20. Онлајн банкарство у Србији и Црној Гори

20.1. Интернет (онлајн) банкарство у Србији и Црној Гори

Нови типови банака, познате као онлајн банке, настале су као резултат све брже дигитализације финансијских услуга. Ове банке су посебно усмерене на технолошки освешћене кориснике који преферирају онлајн банкарство, без физичког одласка у банке.²²⁵ Један од фактора који је у великој мери допринео расту примене онлајн банкарства је пандемија Ковид-19 која је довела до ограничавања физичког присуства клијената у филијалама банака.²²⁶

Интернет онлајн банкарство у Србији 2025. године бележи значајан раст, посебно у сегменту онлајн куповине. У првом тромесечју 2025. године, забележен је раст од 40,1% у броју плаћања обављених путем картица и електронског новца на интернету, у поређењу са истим периодом претходне године, према подацима Народне банке Србије. Ово указује на повећану употребу дигиталних финансијских услуга међу грађанима Србије. Дигитална трансформација у Србији променила је банкарство. То значи да је извршено 23,6 милиона интернет куповина, од чега на домаћим интернет сајтовима 16,5 милиона, а на страним интернет сајтовима 7,1 милиона. Корисници могу приступити својим рачунима и обављати операције онлајн. Онлајн банкарство у Србији базира на неколико кључних елемената. Корисници користе интернет или мобилне апликације за приступ дигиталним рачунима. Систем захтева сигурну аутентификацију, користећи корисничко име, лозинку и сигурносне кодове.

²²⁵ Lukić Nikolić, J., Dudić, B., & Mirković, V. (2024). The Impact of Employee Engagement on Or-

ganizational Agility in the Digital Age: A Case Study of the Software Development Company.

International Review, 13(1-2), 15-25. <https://doi.org/10.5937/intrev2401015N>

²²⁶ Jelena Lukić Nikolić, Onlajn bankarstvo u Srbiji Analiza korisničkih preferencija i potrebe za tradicionalnim bankarskim uslugama, Bankarstvo, 2025, vol. 54, br. 1, str.14, podaci dostupni putem linka <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/1451-4354/2025/1451-43542501012L.pdf>, dostupno dana 14.07.2025.

У Србији, четири највеће банке предњаче у пружању услуга онлајн банкарства. Банкарски сектор у Србији значајно улагао у дигиталне технологије. Циљ им је да пруже додатне услуге и боље корисничко искуство. Ове институције развијале су напредне *дигиталне платформе*. Оне омогућавају корисницима да имају потпуну контролу над финансијама. Свака од ових банака има свој начин да се одмакне на тржишту онлајн банкарства у Србији. Такмиче се не само у броју услуга, већ и у квалитету и иновативности.

Комерцијална банка и њена дигитална платформа

Комерцијална банка развила је најнапреднију платформу за онлајн банкарство у земљи. Њена веб апликација омогућава приступ свим основним банкарским услугама. Подржава плаћање, преводе и управљање *дигиталним рачунима*. Банка се фокусира на корпоративне клијенте. Њихов систем омогућава масовне плаћање и детаљне извештаје. Безбедност је приоритет, па користе двофакторску аутентификацију.

Интеза банка – MyIntesa сервиси

MyIntesa платформа је један од најпопуларнијих дигиталних сервиса у Србији. Интеза банка развила је интуитиван интерфејс за све генерације. Омогућава брзе преводе и плаћање. MyIntesa систем омогућава интеграцију са другим сервисима. Корисници могу да резервишу паркинг и купују карте за јавни превоз. Intesa Mobi апликација за мобилне телефоне све више презима услуге за које је раније било неопходно да клијенти долазе у банку. *Дигиталне платформе* банке стално се унапређују.

Уникредит банка и мобилне услуге

Уникредит банка поставила је стандарде за мобилне услуге у Србији. Њихова мобилна апликација омогућава потпуно банкарско пословање. Корисници могу да отварају нове рачуне и управљају инвестицијама. Банка се фокусира на персонализацију услуга. Систем анализира навике трошења и предлаже финансијске производе. Тржиште онлајн банкарства у Србији препознаје Уникредит као лидера.

Рајфајзен банка дигитални сервиси

Рајфајзен банка развила је комплетан екосистем дигиталних сервиса за клијенте. Њихова платформа комбинује традиционално банкарство са модерним технологијама. Корисници имају приступ напредним аналитичким алатима. Банка се издваја по квалитету корисничке подршке. Њихов чет бот решава упите у реалном времену. Рајфајзен константно унапређује своје дигиталне сервисе на основу

повратних информација. Све четири банке континуирано инвестирају у развој својих платформи. Оне препознају да је будућност банкарства у дигиталним решењима.

Поред онлајн сервиса конвенционалних банака у Србији имамо и пример мобилног оператора који је покренуо онлајн банку.

Yettel банка – банка мобилног оператора

Јеттел банка, основана као Теленор банка 2014. године преузимањем КБЦ Банке Београд, била је прва мобилна банка на Западном Балкану, фокусирана на пружање иновативних финансијских услуга појединцима путем интернета, мобилних апликација и Теленор продавница. Теленор Банка је променила име у Моби Банка 2019. године, а затим је од 2024. године променила име у Јеттел Банка. Иако је бележила раст активе и депозита, банка се суочавала са значајним губицима све до 2023 године., углавном због високих оперативних трошкова и неповољне структуре прихода, где су камате и провизије биле испод просека индустрије. Упркос тржишном потенцијалу за мобилног оператора у банкарству, регулаторни оквир у Србији и потреба за банкарском лиценцом отежавали су искоришћавање синергија са матичном компанијом, Јеттел. Стратешки, потребно је смањење оперативних трошкова, фокус на платне услуге и стандардизоване кредите, као и веће учешће провизија и накнада у укупним приходима, како би се постигла профитабилност.²²⁷

Ако сагледамо и примену онлајн банкарства у Црној Гори од 2022. године од укупног броја испитаних грађана, онлајн банкарство највише користе грађани старости између 25 и 54 године (72,8%), док 36,6% њих није имало прилику да се током свог образовања упозна са основама банкарства и вођењем личних финансија. Када је реч о компанијама, истраживање је показало да нешто више од половине испитаних и даље преферира одлазак у пословницу (55,6%), док се за коришћење електронског или мобилног банкарства одлучује свака трећа компанија (32,5%).²²⁸ Ако детаљније сагледамо 2024. годину у односу на први квартал 2022. године број

²²⁷ Suad Bećirović, Šemsudin Plojović, Enis Ujkanović, Mobile Network Operators as Banks –Opportunities and Threats, TEM Journal. Volume 6, Issue 3, Pages 618-628, ISSN 2217-8309, DOI: 10.18421/TEM63-26, August 2017, Преузето са линка https://www.researchgate.net/publication/319502960_Mobile_Network_Operators_as_Banks_-_Opportunities_and_Threats доступно дана 16.07.2025

²²⁸ Грађани и компаније све више користе онлајн банкарске услуге и мобилно плаћање, 04/03/2022., Преузето са линка <https://www.cbcbg.me/e/javnost-rada/aktuelno/saopstenja/gradjani-i-kompanije-sve-vise-koriste-onlajn-bankarske-usluge-i-mobilno-placanje>, доступно 15.07.2025

корисника повећан за 76,73% код интернет плаћања и 86,26% код мобилног плаћања, односно, посматрано у односу на исти период 2021. године (повећање од 142% и 119%) и у односу на исти период 2020. године (повећање од 176% и 153%).²²⁹

Истраживањем трендова у Црној Гори чланство у SEPA: Црна Гора је формално ушла у SEPA зону 21. новембра 2024, а циљ да банке буду оперативне преко SEPA система је до октобра 2025 (претежно реално већ до јуна 2025). Проценат припремљених банака: До маја 2025, око 93 % банака је већ интегрисано у SEPA . То значи да јесу спремне за SEPA и ISO 20022 формат, уз дигиталну обраду трансакција. Инстант плаћања (TIPS Clone): Планира се активирање 24/7 брзих плаћања од октобра 2025. али потпуно се очекује до јула 2026. престанак коришћења скуких опција, замена са 10-секундним трансфером, без накнада између ЕУ земаља. Основни банковни производи у Црној Гори: Уведени су и бесплатни основни платни рачуни за маргиналне групе – али је промет слаб, са само ~1.500 активних од 50.000 потенцијалних корисника.

Самеравањем са традиционалним економијама Европске Уније у Француској и Белгији више од 90 одсто грађана плаћа картицом, у Аустрији и Словенији све чешће се у ресторанима може видети натпис – примамо само готовину. У Србији се најчешће плаћа картицом, а стручњаци сматрају да је то боља опција. Још боље домаће картице, јер се не плаћа провизија.

20.2. Електронски новчаници (PayPal, Revolut, Wise)

Европска комисија (ЕК) је недавно навела на својој веб страници, да ће новчаник „бити сигуран и лак начин за европске грађане, становнике и компаније да докажу ко су када приступају дигиталним услугама“, омогућавајући им да „безбедно прибављају, чувају и деле важне дигиталне документе о себи и електронски потпишу или запечате документе.“ Новчаници ће, напомиње се на веб страници, олакшати сигурно уступање докумената за отварање банковног рачуна, упис у школу у иностранству или пријаву за посао.

У Црној Гори би до 2027. године требало да буде омогућено коришћење новчаника дигиталног идентитета, који ће грађанима

²²⁹Снажан раст у првом кварталу: Више од 250.000 грађана Црне Горе користило електронско банкарство, 4 Јуна, 2024 07:28 Преузето са линка <https://investitor.me/2024/06/14/snazan-rast-u-prvom-kvartalu-vise-od-250-000-gradjana-crne-gore-koristilo-elektronsko-bankarstvo/>, доступно 15.07.2025., доступно дана 16.07.2025.

омогућити повезаност са дигиталним услугама јавне управе и прекограничну употребу електронских услуга. То је предвиђено Реформском агендом 2024-2027, која је део Плана раста ЕУ за Западни Балкан.

Црна Гора не испуњава услове PayPal-а, па њени грађани већ више од десет година могу да ту услугу користе искључиво за плаћања, а не и за пријем новца. Право је питање ко има интерес да се такво стање одржи. Ограничење примања новца погодује домаћим банкама у страном власништву, као и страним финансијским институцијама, које контролишу девизне токове у земљи.

PayPal је, након што је више година најављиван, корисницима у Црној Гори постао доступан 2014. Тада је омогућено да корисници из Црне Горе са својих PayPal рачуна могу да плате услуге и сервисе на интернету. До данас није омогућено и да се на PayPal налоге може примити новац, иако је било најава да ће се то десити.

Након десет година, од државе, конкретно Министарства јавне управе, преговоре са PayPal-ом преузео је Савет за регионалну сарадњу.

Годинама је главно питање у вези са PayPal-ом било од кога зависи да ли ће корисници у Црној Гори добити пуну PayPal услугу. И то је комуницирано различито: из PayPal-а су раније тврдили да двосмерну услугу кочи регулатива у Црној Гори, док су из црногорских институција то негирали, наводећи да услуга зависи само од PayPal-а. Суштински проблем лежи у начину на који је црногорско финансијско тржиште структурирано.

Ако сумирамо PayPal је присутан у Црној Гори од 2014, али је омогућено само слање новца — плаћање, без могућности примања средстава. Више пута је планирано укључење двосмерних функција, али и 2025. примање новца још увек није активирано. Институције (ЦБЦГ, Министарства финансија) тврде да не постоје правне препреке, већ да је кључно питање "пословна одлука" PayPal-а или утицај локалних банака.

Ако сагледамо ситуацију са PayPal-ом који функционише у Србији од априла 2013., са могућношћу плаћања и примања новца из иностранства (двосмерни ток), али не дозвољава трансакције међу домаћим корисницима јер није локално регистрован као издавалац електронског новца. За коришћење је потребно повезати Visa Business или личну карту, платити малу верификациону накнаду (1,5 €), која се враћа, а средства стижу на девизни рачун у року од 5–7 дана.

Према Закону о платном промету и правилима о емисији електронског новца, трансакције са иностранством су дозвољене, што

омогућава корисницима у Србији да користе сервисе као што је PayPal за плаћање у иностранству. Међутим, трансакције између два корисника унутар Србије путем PayPal-а нису дозвољене, јер платформа није потпуно локализована и не поседује лиценцу Народне банке Србије као домаћа институција електронског новца (EMI – Electronic Money Institution). У пракси, то значи да PayPal у Србији може да функционише само као алат за међународна плаћања, али не и за домаће трансакције, што ограничава његову широку примену на локалном тржишту.

Савет Европе усвојио је 26. марта 2024. године правни оквир за дигитални идентитет (еИД), а очекује се да први „еИД новчаници“ (eID wallets) буду у употреби наредне године у неким од чланица ЕУ. Из ЕУ су објаснили да ће новчанике за дигиталне идентитете (правном или физичком лицу) издавати државе чланице у облику апликације која ће се налазити на мобилним телефонима, омогућавајући сваком грађанину да се дигитално идентификује, као и да чува и управља подацима попут возачке дозволе, здравствене књижице, банковног рачуна, осигурања, рачуна, и других личних података.

Ако истражимо искуства са дигиталним валутама, налазимо да се Aircash се прошле године приближавао бројци од милион корисника. Aircash је први хрватски вишевалутни дигитални новчаник, који истовремено функционише као издавалац Aircash Mastercard препаид картице. Лиценцирана су институција за електронски новац с лиценцом Хрватске народне банке која вреди у свим државама Европске Уније. Уписани су у ЕУ регистар институција за електронски новац код кровног регулатора Европског банкарског тела (ЕВА – European Banking Authority). Присутни су у свим државама ЕУ и у Швајцарској. Обједињују све потребне функционалности за брза, једноставна и повољна плаћања. Осим БиХ, планирају се проширити на тржишта у Европи, те посебно у суседне земље - Србију, Црну Гору и Албанију.

Aircash је тренутно присутан у свим државама Европске уније и у Швајцарској. У Хрватској имамо највећи број корисника, али имамо развијено пословање и активне кориснике у Словенији, Аустрији, Немачкој, те посебно присутан раст на тржиштима Румуније, Грчке и Кипра. План је проширити услуге и на друге велике чланице Европске Уније. Када гледамо цели спектар Aircash услуга, приближавамо се бројци од милион корисника. Ово су искуства са дигиталним новчаницима Западног Балкана.

Према званичним информацијама, **Revolut**²³⁰ је иновативна финансијска апликација која нуди широк спектар услуга, идеална за кориснике који траже флексибилност, ниске накнаде и модерни приступ управљању финансијама. У питању је дигитална банка и финансијска апликација која пружа бројне услуге корисницима широм света. Revolut апликација омогућава брзо и једноставно отварање банковног рачуна путем мобилне апликације, без потребе за одласком у банку. Revolut омогућава слање новца другим корисницима Revolut-а бесплатно и у реалном времену. Такође подржава међународне трансфере новца са ниским накнадама. Корисници могу држати, размењивати и трошити новац у различитим валутама по међубанкарским курсевима. **Revolut нуди подршку за преко 30 валута.** Корисници могу добити физичку дебитну картицу за плаћања у трговинама и подизање новца са банкомата, као и виртуалне картице за сигурнија онлајн плаћања. Апликација нуди алате за праћење потрошње, буџетирање и категоризацију трошкова, што корисницима помаже у бољем управљању финансијама. Омогућава куповину, продају и чување криптовалута као што су Биткоин, Етеријум и друге. Revolut нуди различите врсте осигурања, укључујући путно осигурање, осигурање за паметне телефоне и здравствено осигурање. Корисници могу отворити штедне рачуне са каматама, где могу штедети новац са различитим каматним стопама, зависно од планова и тржишта. Пружа рачуне за децу, омогућавајући родитељима да прате и контролишу потрошњу своје деце и подучавају их о финансијској одговорности. Revolut нуди различите претплате са додатним погодностима, као што су виши лимити за подизање готовине, путно осигурање, ексклузивни дизајн картица и приоритетна корисничка подршка.

Revolut су основали Николај Сторонски (Nikolay Storonsky) и Владислав Јаценко (Vladyslav Yatsenko) у јулу 2015. године у Лондону. Сторонски, бивши инвестициони банкар, и Јаценко, инжењер софтвера, препознали су потребу за приступачнијим и флексибилнијим финансијским услугама. Revolut је покренуо своју мобилну апликацију исте године, нудећи услуге размене валута по међубанкарским курсевима, што је омогућило корисницима да штеде новац приликом путовања и обављања међународних трансакција. Revolut је брзо проширио своју понуду додавањем функција попут слања новца између корисника, добијања физичких и виртуалних дебитних картица, те омогућавањем плаћања и

1. ²³⁰ **Revolut Srbija iskustva,**

<https://iskustva.online/revolut-srbija-iskustva/> доступно дана 16.07.2025.године

подизања готовине широм света без скривених накнада. Компанија је привукла значајна средства кроз неколико рунди финансирања, укључујући серију А, Б и Ц, које су укључивале инвеститоре попут Index Ventures и Ribbit Capital. Овај капитал је омогућио Revolut-у да настави са развојем нових функција и ширењем на нова тржишта. Revolut је проширио своје услуге на различите европске земље и добио лиценцу за електронски новац од стране Финансијске агенције за контролу (Financial Conduct Authority) у Великој Британији. Такође је започео ширење у Азији и Северној Америци, а корисницима омогућио куповину, продају и држање криптовалута као што су Биткоин, Етеријум и Лајткоин директно путем апликације, проширујући своју понуду финансијских производа. Revolut је наставио са иновацијама додавањем нових функција, укључујући Revolut Junior рачуне за децу, трговину деоницама без провизија, као и премиум и метал планове са додатним погодностима.

У интернет дискусијама се коментарише да Revolut функционише у Србији, иако постоје одређена ограничења и специфичности у употреби. Корисници у Србији могу отворити Revolut рачун путем мобилне апликације, што укључује основне податке и верификацију идентитета. Могуће је обављати домаће и међународне трансфери новца, као и плаћања путем апликације. Revolut омогућава држање и размену више валута по међубанкарским курсевима, што је посебно корисно за путовања и међународне трансакције. Корисници могу наручити физичку дебитну картицу, као и користити виртуалне картице за онлајн куповине. Физичка картица може се користити на ПОС терминалима и банкоматима широм света. Корисници у Србији могу куповати, продавати и држати криптовалуте путем Revolut апликације. Алати за праћење потрошње, буџетирање и категоризацију трошкова доступни су корисницима, омогућавајући им бољу контролу над финансијама. Међутим, корисници напомињу да, иако Revolut подржава многе међународне банке, могу постојати ограничења у вези са трансферима и директним уплатама из одређених локалних банака у Србији. Такође, Revolut још увек не нуди кредитне производе као што су кредити или овердрафт услуге у Србији. Као највећи хендикеп када је ова банкарска апликација у питању, корисници наводе то што Revolut тренутно нема локалну банкарску лиценцу у Србији, што значи да се све трансакције и операције обављају преко њихових лиценци у другим земљама. Корисници могу држати средства у различитим валутама, али подршка за српски динар може бити ограничена у погледу директних уплата и исплата. Иако Revolut нуди повољне курсеве за размену валута, корисници би требало да буду свесни потенцијалних накнада за одређене трансакције, посебно за подизање готовине изнад месечних лимита или коришћење картице у иностранству. Када су у питању предности Revolut апликације у

Србији, корисници наводе да је отварање рачуна једноставно и да се може обавити путем мобилне апликације без одласка у банку. Revolut нуди ниске накнаде и повољне курсеве за размену валута, што је корисно за путовања и међународне трансакције. Апликација нуди напредне сигурносне функције као што су тренутна обавештења о трансакцијама, могућност замрзавања картице и виртуалне картице за сигурнија онлајн плаћања. Могућност држања и размене више валута чини Revolut идеалним за кориснике који често путују или обављају међународне трансакције. Корисници напомињу да се преко Revolut апликације више виртуалних картица и њима плаћати све што се може платити онлајн путем. У суседној Хрватској, према речима корисника, Revolut апликација је много популарнија него у Србији. Замерка која се често напомиње на хрватским форумима је то што још увек није могуће примати плату преко Revolut апликације. Корисници у Србији обавештавају да Revolut плаћања углавном обављају путем Revolut картица, али већина је апликацију покренула у иностранству где и живе, па имају рачуне у страним банкама. Међутим, у Србији је могуће вршити плаћања путем Револут картице, а корисници се најчешће жале на високе провизије банака у Србији када се подиже новац на њиховим банкоматима. Почетком 2000-тих, Revolut је у Србији доста дуго био у бета фази, прикупљајући информације о заинтересованости клијената за ову апликацију. Међутим, Revolut је завршио бета фазу у Србији и сада је донекле оперативан. Међутим, Србија је још увек на листи чекања када је апликација Revolut у питању. На питање зашто је то тако није могуће дати адекватан одговор, јер ни сама компанија не коментарише своје одлуке. Ипак, апликација дозвољава да се њеним алатима изврши конверзија других валута у динаре, и да се врше плаћања где год је одобрено коришћење VISA и MasterCard платних картица. Корисници обавештавају да је у Србији могућа регистрација у Revolut апликацији, али је доступна само лајт верзија, што значи да се новац може примати и слати онима који такође имају Revolut налог, али да није могуће наручити њихову картицу или повезати Revolut рачун са картицом друге банке, јер лајт верзија не дозвољава ту функционалност. Опет, има корисника који напомињу да је било потребно да се неки од банкарских закона промене, и да Revolut сада без проблема функционише у Србији. Међутим, с обзиром на то да је ширење функционалности још увек у току, корисници су најчешће збуњени и недовољно обавештени о могућностима које тренутно нуди Revolut у Србији, а један од разлога је што се у овом периоду апликација у нашој земљи тек повезује са физичким банкама, и што су ти процеси још увек недовољно извесни.

Подржане земље са revolut мобилним апликацијама су:
Аустралија, Бразил, Јапан, Нови Зеланд, Сингапур, Швајарска, Уједињено

Краљевство и Сједињене Америчке Државе. Подржани европски простор обухватају Аустрија, Белгија, Бугарска, Хрватска, Чешка, Данска, Естонија, Финска, Француска, Немачка, Грчка, Мађарска, Исланд, Ирска, Италија, Летонија, Линхенштајн, Литванија, Луксембург, Малта, Холандија, Норвешка, Пољска, Португалија, Република Кипар, Румунија, Словачка, Словенија, Шпанија, Шведска.

Истраживали смо и конкретна искуства са интернета и фејсбука и добили одговоре да отварање ових апликација и добијање картице у иностранству везано за Revolut и Wise буквално траје 3 минута. С времена на време пребацим са свог "традиционалног" банкарског рачуна новац на **Revolut и Wise** кад купујем онлајн, кад путујем и сл". Имамо и питање кроз одговор добијено из праксе да ли ми revolut дозвољава да конвертујем новац са рачуна у РСД... да ли ми је то најисплативија и најбоља опција када долазим у Србију да трошим паре? Типа, конвертујем 100 ГБП или 100 ЕУР у РСД и плаћам нормално? Да ли имам неке скривене трошкове? Или дизање новца с банкомата (имам Плус план који ми дозвољава да месечно дижем без провизије до 200 фунти, да ли то важи у Србији?)

Сума сумарум овог текста да са **Revolut и Wise** плаћањем је слична ситуација, тако да је најбоље да плаћаш само са картицом и да не дижеш новац са банкомата због провизије, или да дигнеш одједном већу суму новца да би та тзв. фиксна провизија „имала смисла". Искуства у Србији и Црној Гори су слична.

20.3. Банкарски дигитални новчаници –могућност плаћање преко мобилних телефона у Србији и Црној Гори

Постоје бројне дефиниције електронског плаћања. Разлог за разноликоост у тумачењу овог појма је тај што се електронско плаћање заснива на различитим технологијама које представљају индустрију за себе – довољно је осврнути се на разноликоост у већ постојећим технологијама у банкарском сектору: ПОС, АТМ, банковни трансфери, директно задужење рачуна, итд. Са друге стране, развој мобилних технологија довео је до тога да се мобилна плаћања у по-јединим дефиницијама посматрају одвојено од електронског плаћања. Мобилни оператери користе своје технологије да контролишу трансакције и трошкове трансакција: СМС, директна наплата мобилних оператора, само су неки од метода које мобилни оператери најчешће користе. Поред ових, постоје и бројне алтернативне

методе плаћања засноване на технологији и дистрибутивним каналима које користе.²³¹

Овај метод функционише тако што корисник скенира јединствени кју-ар QR код помоћу свог паметног телефона, који затим преусмерава на страницу за плаћање или апликацију за дигитални новчаник. Кју-ар QR кодови су лако доступни и могу се генерисати за различите износе и сврхе, чинећи их флексибилним решењем за различите врсте трансакција, од онлајн куповине до плаћања у физичким продавницама.

Бесконтактна плаћања су реалност и у Србији и све чешћи избор потрошача. Брзина, практичност и једноставност оно су због чега се даје предност овом методу плаћања и то је тренд који је актуелан како у свету, тако и у Србији. Укратко, ово је мобилна апликација која мења ваш новчаник. То значи да у ову сигурну апликацију можете да сместите своје платне картице, картице програма лојалности, бординг карте за путовања авионом, чак и ковид пасоше, дакле све оно што стављате у свој новчаник. Најчешћи облици дигиталних новчаника на телефонима су Гугл (Google) и Епл (Apple) Wallet. Конкретно, плаћање рачуна путем мобилног телефона омогућено је захваљујући технологијама као што су м-банкинг, Google Pay, Apple Pay и IPS QR кодови. Добра вест је да већина корисника данас има приступ бар једној од ових услуга. Уз то, плаћање телефоном је веома једноставно и не захтева да будете технички напреднији корисник телефона.

Како све то функционише? Прилично једноставно. Укратко, у телефону ћете имати виртуелну платну картицу односно електронску копију своје праве платне картице. Када телефон прислоните на терминал за платне картице, на телефону ће се аутоматски активирати NFC веза путем које ће се извршити пренос података са виртуелне платне картице до терминала за наплату. Дакле, исто као да сте прислонили праву платну картицу.

Многе банке у Србији нуде могућност плаћања преко мобилних телефона. До краја 2024. године, Србија је регистровала 4,6 милиона мобилних банкарских корисника и 4,4 милиона корисника интернет банкарства а у току 2024. обављено је 251,9 милиона трансакција

²³¹ Александар Бировљев, Електронска и мобилна плаћања у свету и Србији, Расвој електронског пословања, Београд, 2016., стр.4. преузето са сајта <https://europa.rs/images/publikacije/elektronska-i-mobilna-placanja-u-svetu-i-u-srbiji.pdf>, доступно дана 18.07.2025.

мобилним и е-банкарским каналима – значајан раст због пандемије Ковид-19 и посебно дигитализације.

Хајде сада да видимо шта вам је све потребно и како се активира функција бесконтактног плаћања мобилним телефоном.

Први услов који ваш телефон мора да испуњава да бисте могли да обављате бесконтактно плаћање јесте да поседује поменути NFC технологију, јер без ове технологије телефон не би могао да комуницира са терминалом за платне картице. NFC технологија је до пре неколико година била доступна само на телефонима из високе или више-средње класе, али се данас често налази и на телефонима из нижег сегмента. Проверите техничку спецификацију свог телефона како бисте се уверили да ли испуњавате овај услов за бесконтактно плаћање.

Други услов је да на свом телефону имате специјалну апликацију унутар које ће се налазити ваша виртуелна платна картица. Та специјална апликација може бити Google Pay (Google Wallet), Apple Pay или специјална апликација ваше банке. Све зависи од модела телефона и од банке чије услуге користите. Како да знате коју од ових апликација треба да користите? Врло је једноставно и све ћемо објаснити у наредних неколико редова.

Како новчаник, а мобилни? Напредак технологија омогућио је да направите дигиталну верзију своје картице и да је сместите у мобилни новчаник. Као када отворите прави новчаник, у мобилном новчанику ћете видети све своје картице и бићете у могућности да бирате којом желите да платите. Картице смештате у новчаник тако што када отворите апликацију новчаника, кликнете на “+” или “Add to wallet”, сликате своју картицу или ручно укуцате тражене податке, како год вам више одговара, и то је то, дигитална картица је нашла своју преграду у мобилном новчанику.

Како се у ствари плаћа мобилним новчаником? Тако што прислоните мобилни телефон на ПОС терминал на каси, дакле на исти начин као што бесконтактно плаћате својом платном картицом. У већини случајева, плаћање мобилним телефоном може да буде знатно брже него плаћање картицом.

Да ли је то сигурно? Да, јер захваљујући технологијама на којима се мобилни новчаник заснива, ваши прави подаци се не виде, не чувају и не деле. Поред тога, за свако плаћање које желите да обавите потребна је нека врста потврде или акције са ваше стране, при чему се у погледу сигурности највише истиче биометрија, односно скенирање отиска прста или лица јер су то “шифре” које не можете да заборавите или изгубите.

Да ли се мобилним новчаником плаћа на неким посебним местима? Не, није потребно да тражите неке посебне локације и ознаке, јер се мобилним новчаницима може плаћати свуда где се плаћа бесконтактно. У Србији, то је скоро на свим локацијама где се плаћа картицама, од супермаркета, преко кафића, па све до паркомата.

У Србији доступни су Apple Pay, Google Pay и мобилни новчаници банака издаваоца картица, а корисницима Mastercard картица ова опција је доступна у следећим банкама: Банка Интеза, Банка Поштанска штедионица, НЛБ Комерцијална банка, ОТП банка, ПроКредит банка, Рајфајзен банка, УниКредит банка и Халкбанка.

Пратећи трендове средином 2025. године у Црној Гори мобилно плаћање путем Apple Pay и Google Pay услуга је већ неко време доступно корисницима неколико црногорских банака. Плаћање телефоном, без новчаника и без физичког контакта, више није ствар будућности ни за кориснике у Црној Гори. Захваљујући ширењу Apple Pay и Google Pay система, све више банака у нашој земљи омогућава бесконтактна мобилна плаћања путем паметних телефона и паметних сатова. Реч је о технологијама које су већ годинама стандард у западним земљама, а сада их, коначно, користе и црногорски грађани.

Тренутно следеће банке омогућавају својим клијентима у Црној Гори коришћење дигиталних мобилних новчаника:

Apple Pay:

Црногорска комерцијална банка (ЦКБ) – све Visa и Mastercard картице, НЛБ Банка – путем НЛБ Pay апликације, уз подршку за Visa и Mastercard, Ерсте Банка – Mastercard картице, Адриатик Банк – Mastercard картице, Хипотекарна Банка – Mastercard картице и Ловћен Банка – Mastercard картица.

Google Pay:

Црногорска Комерцијална Банка – Visa и Mastercard картице, НЛБ Банка – Виса и Mastercard, Ерсте Банка – Mastercard, Адриатик Банк – Mastercard, Хипотекарна Банка – Mastercard, Ловћен Банка – Mastercard и Аддико Банк – Mastercard.

Да бисте користили Apple Pay или Google Pay у Црној Гори, морате имати: Телефон са NFC функцијом, iPhone 6 или новији за Apple Pay, Андроид телефон са NFC-ом и Андроид 5.0+ за Google Pay, активну картицу банке која подржава сервис Apple Wallet или Google Wallet апликацију и Интернет конекцију (за прву активацију и синхронизацију).

Можемо закључити да Apple Pay и Google Pay нису само тренд, већ озбиљан корак ка дигиталној трансформацији потрошачког искуства у Србији и Црној Гори. Иако је технологија још нова за већину корисника, очекује се да ће се њен значај експоненцијално повећавати. Банке које већ сада омогућавају мобилна плаћања показују да прате глобалне токове – а корисници који прихвате ове методе, добијају више сигурности, једноставности и контроле. Дакле, будућност новца у Србији и Црној Гори је у мобилном плаћању.

21. Биткоин плаћања правци, искуства и трендови

21.1. Домаће тржиште криптовалута у Србији

За кратко време, криптовалуте су постале веома популарне широм света и данас се сматрају једним од најважнијих начина за остваривање зараде.²³² Ако је некада било недодирљиво, данас то више није случај — бар када говоримо о домаћем тржишту у Србији. Куповина и продаја криптовалута су у потпуности омогућене, како законски, тако и практично, захваљујући званичним крипто-мењачницама, јавним статистикама о вредности и доступности свих релевантних информација. Све ово корисницима омогућава да се темељно информишу пре него што неку од ових дигиталних валута замене за традиционални (фијат) новац.

Свет криптовалута је одавно престао да буде област само за технолошке ентузијасте. Данас, све више грађана Србије тражи начин да уђе у овај дигитални свет финансија. Било да желите да уложите, заштитите се од инфлације или једноставно истражите нови начин плаћања, куповина криптовалута у Србији никада није била приступачнија.

Пре него што заронимо у практичне савете, треба да разумемо зашто је све више људи у Србији заинтересовано за криптовалуте. Традиционални финансијски систем често подразумева високе накнаде за међународне трансакције. Искуство са инфлацијом динара кроз историју навело је многе да траже алтернативне начине чувања вредности. Криптовалуте нуде решење са ниским трошковима трансакција и потенцијалом за раст вредности.

За многе у Србији, куповина криптовалута представља начин диверсификације имовине. Док неки купују биткоин (Bitcoin) или етеријум (Ethereum) као дугорочно улагање, други користе предности крипто-екосистема за свакодневне трансакције или приступ глобалним финансијским услугама без посредника. Укупно, глобална вредност крипто тржишта порасла је за 1,8 милијарди долара током 2024. године. Практично је дуплирана са нешто мање од 1,8 милијарди на 3,6 милијарде долара,

²³² Marko Savić, Nikola Pavlović, Aleksandar Stanković, " Cryptocurrencies as a Form of Payment in Electronic Commerce ", *Економски сигнали*, Vol. 19, Br. 1, str. 37, Kosovo and Metohija Academy of Applied Studies, Leposavić, 2024. ISSN: 1452-4457 (print) i 2560-3302 (online) , преузето са <https://esignali.edu.rs/index.php/es/article/view/281/277>

према подацима. Биткоин држи више од половине тржишта са уделом од 56,8% и чини отприлике две трећине укупног тржишног раста.²³³ Занимљиво је да све више домаћих трговаца почиње да прихвата плаћање криптовалутама, што додатно подстиче интересовање за овај дигитални облик новца.

Из перспективне сада далеке 2020. године криптовалуте на садашњем нивоу употребе немају капацитет да угрозе традиционални монетарни систем. Имајући у виду рану зрелост овог тржишта, извршена су и одређена предвиђања могућих тенденција. У случају раста употребе приватних криптовалута, може се догодити да централне банке делимично или потпуно изгубе утицај на монетарну политику. Предложено решење је развој националних криптовалута, које би осигурале задржавање сињораже централним банкама и спречиле могућност даље употребе приватних криптовалута у криминалним активностима.²³⁴

Биткоин адреса је ознака или број који можемо упоредити са бројем класичног текућег рачуна у банци. За сваку постојећу адресу систем бележи улазне и излазне трансакције, тако да број свих трансакција представља стање на рачуну. При томе се не чувају салда појединих рачуна него историја свих трансакција, из којих се може лако израчунати тренутни салдо за сваку адресу. Уз сваку адресу постоји и тзв. приватни кључ (eng. Private key).

Ако знате адресу, можете имати потпуни увид у стање, али не можете трошити средства с рачуна. За трошење вам је потребан приватни кључ. Биткоин може да се купи, прода, као и свака друга валута, користи се као средство размене, као инвестиција, попут акција, или као вид штедње.²³⁵

Да бисте куповали и продавали биткоин, први корак је да на свој телефон или други уређај инсталирате "новчаник". Тај новчаник држи

²³³Bitcoin је у 2024. премашио 100.000 долара, али је тек десета кryptoвалута по расту: Ко је doneo више novca.29.12.2025. доступно на адреси линка orbes.n1info.rs/liste/bitcoin-je-u-2024-premasio-100-000-dolara-ali-je-tek-deseta-kryptovaluta-po-rastu-ko-je-doneo-vise-novca/, доступно дана 18.07.2025.godine

²³⁴ Томић, Ненад., Тодоровић, Виолета., Чакајац, Божидар.. Potencijalni efekti kryptovaluta na monetarnu politiku, The European Journal of Applied Economics, 2020, vol. 17, br. 1, str. 37-48., доступно на адреси линка <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2406-2588/2020/2406-25882001037T.pdf>, доступно дана 18.07.2025

²³⁵ FAIRFIELD, Joshua AT, BitProperty, Cal Rev, sv. 88, 2014, str. 82

приватне кључеве, односно лозинке, за приступ биткоин адреси. Ако имате биткоине, а заборавите свој кључ - шифру, не постоји начин да га ресетујете, као што на пример можете да ресетујете шифру за Фејсбук кад је заборавите. То је изгубљен новац. Када је реч о продаји биткоина, то може да се уради директно или преко мењачнице, која узима провизију за услугу. Прича је слична као и код стандардних мењачница где мењате евро у динаре.

Суштина трговине биткоином је као и код сваког другог типа трговине – купити за мањи, а продати за већи новац. Као што многи од нас штеде у еврима у банци, тако неки (углавном доста богати), штеде у биткоинима јер има велику вредности. Постоје два битна аспекта куповине биткоина тј. криптовалута – први је где их купујемо, а други је где их чувамо тј. који дигитални новчаник користимо и на ком уређају. Биткоин се може купити преко крипто мењачница (као што је ECD.rs) као и крипто берзи, у пар кликова једноставним слањем новца преко банковног рачуна или онлајн плаћањем платном картицом за жељену суму биткоина који желите да купите, и који вам у кратком року стиже на ваш дигитални новчаник (енг. *crypto wallet*).

Разлика је у томе што мењачнице нуде опцију куповине (и продаје) биткоина за динаре, доларе, евре тј. традиционалне (ФИАТ) валуте, док је на берзама могуће продавати или куповати једну криптовалуту за другу – рецимо неко има етеријум или неку другу криптовалуту, и помоћу њега може директно да купи биткоин на самој берзи. Што се тиче чувања биткоина, постоје различите врсте дигиталних новчаника (*crypto wallets*), а корисницима је доступан широк избор квалитетних опција. Неки од популарних новчаника су, на пример, Exodus и Jaxx Liberty, који омогућавају сигурно складиштење криптовалута, као и једноставан преглед стања и управљање средствима. Битно је напоменути да, ако не планирате свакодневно да тргујете вашим криптовалутама, није препоручљиво држати биткоин или другу криптовалуту на берзи, већ у вашем личном новчанику.

Иако све већи број компанија ради олакшавања плаћања и поједностављења исказују своје цене у нпр. биткоинима, то чине паралелно са коришћењем класичних ценовника, користећи дигиталну валуту као привремену медиј плаћања. Банке заправо нису свесне ових трансакција, јер коначно на рачуне долази класични новац. Многе продавнице укључиле су биткоин у легитиман начин плаћања.²³⁶

²³⁶ ALI, Robleh i ostali, The economics of digital currencies, 2014, str. 27

На пример, у Apple-овој продавници (App Store) и код Microsoft-а, могуће је обавити одређена плаћања у биткоинима. Интересантно је и да је агенција Блумберг (Bloomberg) омогућила својим корисницима да се претплате на вести користећи биткоин као начин плаћања. Такође, неке банке почињу да уводе услуге повезане са криптовалутама. Један од примера је банка Барклиз (Barclays), која је понудила могућност трансфера биткоина, уз наплату провизије која може износити и до 40 фунти.

У наставку износимо своје разлога зашто је битцоин толико популаран:

- Дефлаторна валута - постоји јасно одређен крајњи (укупан) број БТЦ-ова (21.000.000). Ово значи да не може да се појави “ауторитет” који би кренуо да штампа новце арбитрарно, тражећи од нас да верујемо да све више одштампаног новца има стално исту вредност.
- У вези са претходним, непостојање централног ауторитета коме би требало да верујемо, али који су нас толико пута издали (од Вајмарске инфлације, преко инфлације у тадашњој Југославији деведесетих година прошлог века, па све до можда и најгорег од свих). Све је дефинисано у оригиналном алгоритму и нико не може да промени алгоритам.
- Анонимност трансакције, дакле ово је заиста прави дигитални еквивалент готовине, са свим добрим и лошим странама тога.
- Сигурност трансакције, релативна транспарентност целог процеса, односно немогућност вишеструке употребе истог БТЦ-а
- Пеер-то-пеер технологија - нема једне тачке (ИТ банке или цард процесора) која може да откаже, истовремено раде десетине хиљада рачунара широм света.²³⁷

Слика 22. Прва биткоин мењачница у Турској 2018. године



Извор: <https://www.rts.rs/page/stories/sr/story/13/ekonomija/4262275/bitkoin-rudarenje-srbija-trgovina-berza.html>,

21.2. Тржиште крипто валута у Србији са освртом на трендове у свету

По званичним подацима почетком 2021. године у Србији, криптовалуте већином користи млађа мушка популација, односно људи од 20 до 30 година старости, док житељи средње животне доби располажу са највише новца. Апарати за коришћење биткоина у Србији, њих 24, налазе се у Београду, Новом Саду, Суботици, Нишу, Инђији и на Копаонику. У Србији има око 50.000 људи који су бар једном отворили рачун и одрадили неку од трансакција, а та бројка се стално увећава. Србија је крајем децембра 2020. године усвојила Закон о дигиталној имовини, чиме је делимично уредила област трговине крипто валутама. Закон ће се примењивати од краја јуна 2021. године, преостало је да се усвоје подзаконска акта и упутства. Постоји неколико мењачница преко којих може да се обавља трговина, а тиме се у Србији бави између један и два одсто становника, према званичним проценама. Метод слања средстава нуди различите погодности. Тако, уколико шаљете новац из иностранства члановима породице у Србији преко биткоин "новчаника" неће бити намета и провизије, а новац ће бити пребачен на рачун корисника за десетак минута. Извесно је да ће у блиској будућности електронска плаћања и дигитални новац бити доминантни. Већ сада велики број онлајн

продавница, банака и финансијских институција прихвата криптовалуте као и сваку "класичну".

Према актуелном закону, сама куповина криптовалуте се не опорезује, али на сваку трансакцију у којој се оствари капитална добит мора да се плати порез од 15 одсто. Порез ће, такође, морати да плате и рудари. У Србији тренутно не постоји могућност да продавнице примају и враћају биткоине, или њихове делове, већ се све трансакције врше у динарима. Цео процес је исти као када странац дође у Србију, плати картицом на којој су еври, банка то конвертује у динаре и на рачун продавнице леже домаћа валута.

Ако сте имало загребали у крипто свет сигурно сте чули за Коинбејз (Coinbase) као једну од најпопуларнијих мењачница на свету са преко 130 токена и више од 400 трговачких парова. Платформа је идеална за почетнике јер има добар и лак интерфејс, као и многе алате за учење трговања на криптоберзи. Платформа подржава методе плаћања преко Пејпала (PayPal), кредитних картица и банковних трансфера, што омогућава приступ корисницима из свих делова света.

Друга по реду по популарности јесте Бајненс (Binance) глобална мењачница. Ова мењачница нуди преко 600 токена и врло ниске накнаде трговине. Такође, мењачница има сопствени блокчејн, као и свој токен, BNB токен. Ова мењачница нуди различите методе плаћања у преко 100 валута. Оно што издваја ову платформу јесте врхунска безбедност, као и осигурање које нуди корисницима у случају губитка имовине настале због нарушавања безбедности.

Трећа централизована мењачница коју издвајамо јесте Кракен. Кракен је водећа крипто мењачница која нуди преко 200 криптовалута. Она је такође једна од првих платформи која је почела да нуди трговачке парове у еврима против лајткоина и биткоина. Оно што је истиче од других платформи јесу управо напредни алати за анализу тржишта и криптовалута. Кракен је тренутно доступан у преко 190 земаља, а поседује регулаторне лиценце у Сједињеним Америчким Државама, Уједињеном Краљевству и Италији.

ЕЦД је једна од првих мењачница у Србији настала још 2012. а лиценцу за рад је добила прва 2022. Она је такође и једна од највећих регионалних мењачница, као и једна од првих која је поставила и мрежу криптомата (банкомати за крипто). Мењачница даје опције аутоматске куповине криптовалута за динаре, а доступно је 12 валута.

Такође, платформа пружа опцију крипто-за-крипто куповина (Crypto2Crypto), што омогућава лаку замену једне криптовалуте за другу. Поред својих криптомата, платформа нуди и дигиталне новчанике (wallet).

Да би сте почели да тргујете на овој платформи мораћете прво да се региструјете слањем мобилног броја телефона, а затим ћете морати да идете на лично препознавање. ЕЦД нуди више опција за регистрацију, у зависности од потреба корисника. Минимални износ за куповину неке криптовалуте, попут Биткоин Кеша (Bitcoin Cash), износи 2.000 РСД, док је максималан лимит постављен на 99.999.999 РСД.

Crypto12 је крипто-мењачница настала из консултантске фирме Vescon, компаније која се бавила KYC верификацијом (познај свог клијента) и развојем процедура за спречавање прања новца. Како имају дуго искуство у банкарском свету, фирма је одлучила да се упусти у крипто свет и тиме постала друга лиценцирана мењачница у Србији. Сама платформа не нуди неке велике разлике у односу на ЕЦД мењачницу.

На пример, Crypto12 мењачнице има много више података, што је за искусне крипто трговце предност, али за почетнике може да буде збуњујуће. Такође, Crypto12 мењачница има минимални износ који можете уплатити од 100 евра. Што се верификације тиче, и овде је процедура иста као и код ЕЦД мењачнице, верификација путем мобилног телефона, потом и лична верификација.

Требало би нагласити да иако је већина светских платформи доступна за трговину у Србији, оне не спадају под законе Републике Србије. Тачније, уколико желите да новац повучете на свој банковни рачун и платите порез то ћете морати да урадите преко неких од ове две регистроване мењачнице у Србији. Такође, када тргујете на страним платформама гледајте да сачувате податке о свим трансакцијма, јер ћете за плаћање пореза у Србији морати да докажете почетну набавну цену крипто валуте коју сте купили.

Почетком 2022. године постојало је скоро 29.000 таквих машина широм света. Али врло мало њих је на Западном Балкану. Према једном извору, има их тек неколико у Србији – један у Нишу, по два у Београду и Новом Саду, али и четири у Приштини. Шест их има и у Босни и Херцеговини (3 Бања Лука, 3 Приједор). Званично, нема их у Северној Македонији, Албанији или Црној Гори. Криптовалуте, иако великим делом нерегулисане, полако али сигурно уживају све већу пажњу и заступљене су на тржиштима Западног Балкана. У Црној Гори се њима увелико размењују добра и услуге. Интересовање за криптовалуте у региону родило се пре осам – девет година, то јест у децембру 2017. када смо први пут били сведоци раста вредности биткоина до нивоа од 20.000 долара. Није прошло много времена, и интересовање за криптовалутама у комшилуку је нагло порасло.

По подацима из суседне државе Црне Горе а према анализи Глобалне иницијативе против транснационалног организованог криминала (ГИ), које је нама било доступно, три луксузна стана у Будви продата су за 420 биткоина (3,2 милиона долара), док “локално инвестиционо удружење,, промовише употребу дигиталних валута у хотелима и одмаралишта у овој популарној туристичкој дестинацији.²³⁸

Могуће је било чак и изнајмити јахту у Црној Гори плаћајући криптовалутама. Компанија која прима више од 10.000 еура у готовини, мора да пријави валуту у извештају о трансакцији. Али иста правила не вреде за криптовалуту. Продавац половних аутомобила који прима 20.000 еура у биткоину од купца не мора поднети документацију извештаја о трансакцијама; тај приход може ићи неопорезовано ако није пријављено на порез власника предузећа, наводило се тада у овом извештају ГИ.

21.3. Будућност криптовалутног тржишта у Србији

Будућност криптовалута у Србији зависи од неколико кључних фактора: регулативе, технолошког развоја, тржишног интересовања и глобалних трендова. Ево детаљнијег прегледа:

На првом месту сагледавамо правни оквир и регулацију.

Србија је једна од првих земаља у региону која је донела закон о дигиталној имовини. Закон о дигиталној имовини (усвојен 2020, у примени од 2021) регулише криптовалуте, токене и услуге повезане с њима. Регулаторна тела су: Народна банка Србије и Комисија за хартије од вредности. Закон дозвољава трговање, издавање токена и рад крипто мењачница, али под строгим условима.

Постоји растући број крипто-компанија и стартапа у Србији. Београд постаје регионални хаб за блокчејн и Web3 пројекте. Срби у дијаспори често користе криптовалуте за слање новца у земљу (ремитенсе). Већа интеграција криптовалута у финансијски систем (плаћања, банке, финтек). Очекивања са крипто валутама би била:

а. Раст броја стартапа који користе блокчејн и NFT технологије.

б. Потенцијал за државне иницијативе (CBDC – дигитални динар, е-управа на блокчејну) и

Džemail Zornić, Šemsudin Plojović, Enis Ujkanović, Senadin Plojović, MS BITCOIN - VALUTA BUDUĆNOSTI, Ekonomski izazovi, Godina 3, broj 5, str. 102-110 UDK: 336.744 ; 004.738.5:339 Datum prijema rada: 13.12.2013. Datum prihvatanja rada: 05.02.2014

²³⁸ Где се на Балкану налазе банкомати за криптовалуте, 24.12.2021., информације доступне на интернет адреси <https://bankar.me/gdje-se-na-balkanu-nalaze-bankomati-za-kriptovalute/>, доступно дана 16.07.2025.

в. Ризик од строгих прописа ако дође до злоупотреба (прање новца, преваре).

Из перспективе 2025. године ако сагледамо пут који је злато прелазило хиљадама година, криптовалуте би могле прећи тај пут за мање од две деценије. Биткоин, најстарија и највреднија криптовалута, постоји од јануара 2009. године, а у марту 2025. амерички председник Доналд Трамп потписао је извршну наредбу којом та држава формално оснива Националну стратешку резерву биткоина. Америка се тако придружила неколицини држава у свету, попут Кине, Велике Британије, Ел Салвадора или Северне Кореје, а тренд стварања оваквих стратешких резерви почео је крајем претходне деценије

Криптовалуте су валуте најсличније акцијама, а не постоје у физичком, већ само у дигиталном облику и нису под контролом банака. Криптовалуте нуде јединствене предности аутономије резерви и могућег увећања вредности, али им фали предвидљивост и поверење институција, попут оног које имају злато или долар, који чине традиционалне стратешке резерве.

Вредност биткоина је достигла рекордни ниво током 2024 и сада током 2025.године. Инвеститори у дигиталне валуте охрабрени су Трамповим обећањем да ће ослабити надзор над криптовалутама који спроводи федерална Комисија за хартије од вредности. Политика у САД везано за криптовалуте обухвата изградњу стратешких резерви биткоина и других криптовалута, јер се имовина одузимала криминалцима, али је онда бивала распродата. Идеја је да не само да се задржи та имовина, већ да јој се додају средства у наредних неколико година.

Приступ у САД сада изгледа у складу са интересима да индустрија криптовалута остане у великој мери децентрализована. Председнички тим САД изгледа не подржава предлоге да Централна банка има своју дигиталну валуту, односно дигитални долар који би заправо могао да доведе до веће централизације валуте, што сасвим сигурно не подржава крипто индустрија. А ту је и Илон Маск, чија компанија за електрична возила “Тесла” поседује значајну количину биткоина. Маск се придружио Трампу у завршници кампање и сада ће копредседавати напорима нове администрације да унапреди ефикасност владе. Дигиталне валуте још се суочавају са препрекама када је реч о њиховој широј прихваћености. Истраживачки центар Пју представио је прошлог месеца податке који показују да скоро две трећине Американаца каже да имају мало или никакво поверење да су тренутни начини за улагање, трговину или коришћење криптовалута, поуздани и безбедни. Све ово указује да позицију криптовалута сами још увек процењујемо без мишљења системског и његовог интереса као државе САД.

22. Нови поглед на безготовинско друштво у Црној Гори и Србији

22.1. Безготовинско плаћање у Црној Гори

Безготовинско плаћање у Црној Гори је регулисано законом о платном промету и пратећим подзаконским актима. Овај законски оквир усклађен је са европском регулативом, а Централна банка као надзорни орган обезбеђује ефикасност и сигурност платног система.

Грађанима и привреди Црне Горе ставља се на располагање широк спектар дигиталних платних услуга од стране банака које послују у Црној Гори. Да је безготовинско плаћање све присутније, потврђује статистика Централне банке. Електронским путем је реализовано више од 14,5 милиона кредитних трансфера и тај раст је 12% у односу на претходну 2023 годину, а укупна вредност тих трансакција је премашила 25,6 милијарди еура и у том дијелу је раст 21%“. У Црној Гори расте и број корисника који се опређељују за интернет плаћања. Та бројка интернет плаћања је 302.479 корисника и то је за 31% више него у односу на 2023. годину. Број трансакција који је извршен електронским плаћањима је био 5,93 милиона, а њихова вредност 16,33 милијарде еура. Све је више и корисника, који користе мобилна плаћања. Број корисника је порастао за 56%, значи број корисника је 261.344, број трансакција је достигао 4,41 милиона, а вредност 7,94 милијарде еура, што је раст од 62% у односу на 2023. Годину.

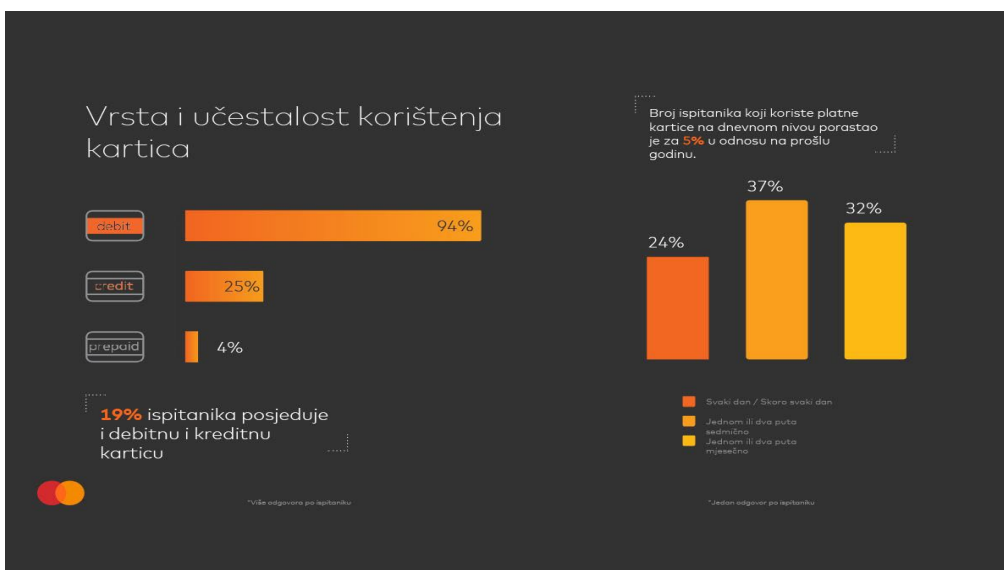
Лимити за подизање готовине са банкомата несу фиксно прописани, то утврђују пословне банке у договору са клиентима, али просечно се крећу од 500 до 1.500 еура. У Србији нашим личним истраживањем у Комерцијалној банци дневни лимит подизања новца са банкомата 50 хиљада динара. У Поштанској штедионици 50 хиљада динара. Ово су наша конкретна искуства са подизања новца са банкомата.

За веће своте у Црној Гори, клијент је у обавези да претходно обавести банку о износу који жели подићи. Са друге стране, Централна банка у континуитету подстиче безготовинска плаћања. Јер је готовина доста скупа за коришћење, а безготовинска плаћања пружају бројне друге бенефите како грађанима, тако и привредним Црна Гора се према Закону о спречавању прања новца и финансирања тероризма који је усвојен у Скупштини у новембру 2023. године придружила листи земаља које су ограничиле плаћање у кешу до 10.000 евра.

22.2. Безготовинска плаћања у Србији

У Србији је почетком 2024. године заживело безготовинско плаћање и према званичним подацима Народне банке Србије има три милиона корисника мБанкинг апликације. Половина предузећа у Србији се свакодневно или барем неколико пута недељно сусреће с потрошачима који желе да плате картицом. Скоро две трећине грађана Србије (више од 60%) користи неку врсту безготовинског плаћања, а број корисника платних картица је дупло већи него пре седам година, показало је истраживање Ипсоса спроведено у оквиру Иницијативе Бољи начин. Како се наводи у билтену НАЛЕД-а, тим лидер пројекта Грађани који користе безготовинске начине плаћања далеко чешће плаћају картицама него готовином, а однос је 81 према 64 одсто. У Србији сваки други грађанин користи безготовинско плаћање, али већина каже да се сигурније осећа са кешом. Ваљда се због тога на крају 70 одсто електронских трансакција заврши плаћањем у готовини. Наручимо интернетом, платимо кешом.

Слика 23. Врста и учесталост коришћења банкарских картица

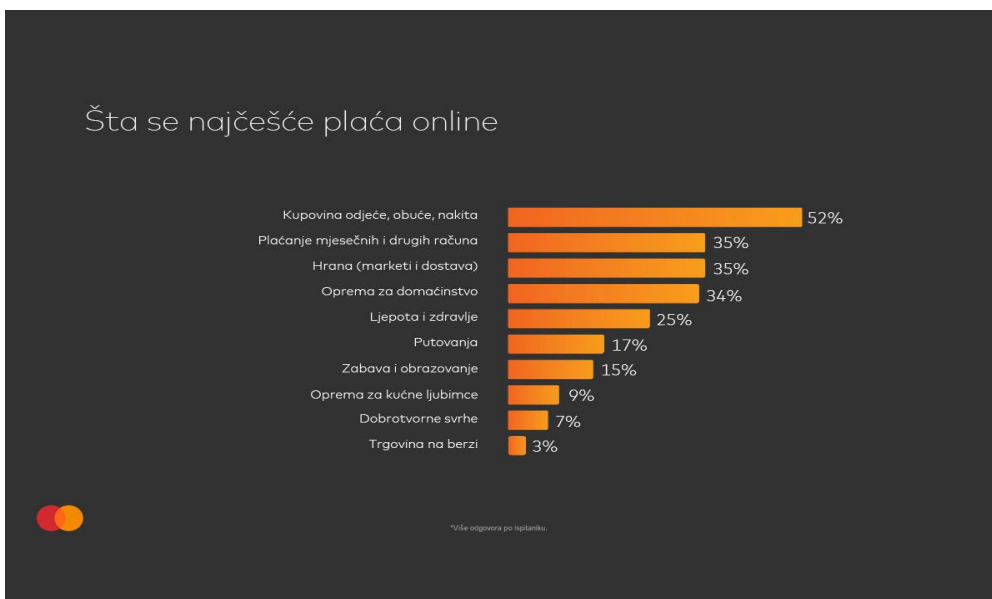


Извор: [dostupno na adresi linka Indikator.ba/Home/ArtMID/383/ArticleID/855/Broj-korisnika-koji-svakog-dana-placaju-karticama-porastao-za-5](https://indikator.ba/Home/ArtMID/383/ArticleID/855/Broj-korisnika-koji-svakog-dana-placaju-karticama-porastao-za-5), dostupno dana 20.05.2025.

Током последњих неколико година, безготовинска плаћања су постала веома распрострањена, и постала свакодневица за велики број грађана и привредника. Тако је у периоду између 2016. и 2023. године,

обим плаћања порастао за готово 5 пута, достигавши ниво од скоро 10 милијарди евра. У истом периоду, и број појединачних трансакција је достигао око 520 милиона у 2023, односно око 3-4 пута више него 2016. године. Тако је просечна појединачна трансакција, порасла са око 1.800 РСД 2016, на око 2.100 РСД у 2023 години. То је утицало и на фактичко повећање учешћа безготовинских плаћања у Србији. Према НАЛЕД-овим проценама, учешће безготовинских плаћања у укупним плаћањима, достигло је ниво од око 20% у 2023, односно око два пута више него 2016. године²³⁹

Слика 24. Плаћање онлајн путем у Србији 2023.године



Извор :Број корисника који сваког дана плаћају картицама порастао за 5%, 24 јуна 2023, подаци доступни на адреси линка indikator.ba/Home/ArtMID/383/ArticleID/855/Broj-korisnika-koji-svakog-dana-placaju-karticama-porastao-za-5, доступно дана 25.05.2025.године

У односу на 2023. годину, корисници картица у Србији су више заинтересовани за брз и лак трансфер новца са једне Mastercard картице на

²³⁹ Vodić kroz bezgotovinska plaćanja za male biznise u Srbiji, Nacionalna inicijativa za bezgotovinsko plaćanje, Nemačka saradnja, Giz, Developpp, Ministarstvo finansija Vlade Republike Srbije, Beograd, 2024, str.4 подаци и информације доступни на адреси линка <https://boljinacin.rs/filemanager/Publikacije/Vodi%C4%8D%20za%20bezgotovinska%20pla%C4%87anja%20u%20Srbiji.pdf> доступно дана 01.06.2025.године

другу (38% 2024 у поређењу са 33% у 2023. години), као и за пренос новца преко одређених мобилних апликација (34% у поређењу са 30% у 2023). Мање од трећине власника картица заинтересовано је за инстант плаћања и мобилне новчанике. Важност мобилног плаћања је порасла, при чему се 2024 године 12% корисника картица изјаснило како им је ова могућност главни разлог за коришћење платних картица, у поређењу са седам одсто у 2023.

Као главни разлози за коришћење мобилних новчаника на првом месту је то што је брзо и лако за коришћење (60%) и чињеница да је телефон увек уз њих, па немају потребу за ношењем новчаника са собом (53%). Поред тога, истичу се и додатни бонуси, сигурност, одсуство додатних трошкова инсталације апликације и могућност рефундирања новца.

Слика 25. Употреба банкарских картица у Србији 2023.године



Извор: У Србији желе да плаћају картицом на пјаци и курире, подаци и информације доступне на адреси линка <https://biznisuregionu.com/u-srbiji-zele-placanje-karticom-na-pijaci-i-kurire/>, доступно дана 01.06.2025.године

22.2.1. Плаћање банкарским картицама и безготовинска плаћања у Босни и Херцеговини

На крају 2024. године, укупан број активних картица у БиХ износио је 2.585.419 и већи је за 131.069 у односу на 2023. годину, саопштила је Централна банка Босне и Херцеговине (ЦББиХ). Вредност картичних трансакција је у порасту, те је у 2024. години износила 18,4 милијарде

конвертибилних марака, што је раст од 13,76% у односу на годину раније. Евидентан је континуитет раста вредности картичних трансакција из године у годину, наводи се у саопштењу. Укупан број картичних трансакција достигао је 186 милиона, при чему је просечна вредност једне трансакције била 99 КМ и мања је за 3 КМ у односу на 2023. годину, док је просечни годишњи промет по једној картици износио 7.127 КМ и већи је за 524 КМ у односу на 2023. годину. Забележен је раст картичних трансакција на АТМ, ПОС и интернету. Од укупне вредности картичних трансакција, на АТМ апаратима је реализовано 68%, путем ПОС уређаја 28%, док је путем интернета реализовано 4%. Проценат реализованог промета картицама на интернету у земљи је износио 36%, а у иностранству 64% од укупног промета картицама на интернету. Реализована вредност у иностранству картицама које су издале банке у БиХ повећана је у 2024. години за 34,34% у односу на 2023. годину, те износи једну милијарду КМ. У структури трансакција, подизање готовине на АТМ и ПОС уређајима износи 31%, док удео који се односи на куповину робе и услуга на ПОС уређајима износи 69%.

У односу на 2023. годину повећана је реализована вредност иностраних картица у банкама и трговинама за 11,41%, и износи 3,7 милијарди КМ. У структури трансакција, подизање готовине на АТМ и ПОС уређајима износи 54%, док је удео куповине робе и услуга на ПОС уређајима 46%.²⁴⁰

22.3. Тренд, будућности безготовинског плаћања у појединим економијама ЕУ и Југоисточној Европи

Тренд је јасан, будућност је у безготовинском плаћању. Оно постаје све популарније развојем модерних технологија и стасањем генерација рођених с њима, а потпомогнуто је и ограничењима која се намећу за плаћање готовином примарно како би се спречило прање новца, финансирање тероризма или свакодневније – избегавање плаћања пореза. Према процени Еуропола, око један одсто годишњег бруто домаћег производа ЕУ, а реч је о око 190 милијарди евра, открије се у сумњивим финансијским активностима. Унији је циљ у свакој земљи ограничити плаћање готовином на 10 хиљада евра у једној трансакцији, а да је намера

²⁴⁰БиН: Raste plaćanje karticama na internet, 14.01.2025. IN STORE, Statistika, podaci dostupni na adresi linka <https://www.instore.rs/sr/article/100424/bih-raste-placanje-karticama-na-internetu-dostupno-dana-05.06.2025.godine>

озбиљна, показује расположење у Немачкој која је ограничење спремна увести иако су Немци традиционално склони ипак чувању готовине. У међувремену ЕУ уводи ограничења плаћања 2024.године до 10 хиљада евра по подацима Европске централне банке и 20 хиљада круна у Норвешкој по подацима врхунске монетарне установе Норвешке.

Ако у том смеру искрено проpratимо статус безготовинских друштава главни синоним будућности новчаних трансакција, јачање различитих метода бесконтактних плаћања, подршка малим и средњим предузећима и имплементација вештачке интелигенције у дигиталне финансијске токове само су неке од тема које су разматране на Виза СЕЕ бизнис форуму 2024. одржаном у Котору, годишња конференција посвећена технолошким иновацијама у платним системима и финансијској инклузији, окупила је преко 120 истакнутих представника финансијске индустрије широм шест тржишта Југоисточне Европе, укључујући клијенте и стручњаке из компаније Visa широм света. Неки од кључних трендова у модерним плаћањима за Југоисточну Европу показују да су безготовинска плаћања широм региона порасла за 30% у 2023. години, уз пораст од 74% у токенизованим трансакцијама. Такође је забележен пораст од 16% у броју продајних места која користе ПОС системе.

Visa је глобални лидер у области дигиталних плаћања, која својим пословањем олакшава трансакције између потрошача, трговаца, финансијских институција и државних институција у више од 200 земаља и територија широм планете. Visa мисија је да повежемо свет кроз најиновативнију, најкомфорнију, најпоузданију и најсигурнију мрежу плаћања, која појединцима, компанијама и привреди омогућава да напредују. Верује се да привреде које су инклузивне за све и на сваком месту, помажу да сви заједно просперирају, али и сагледају могућност приступа и укључивања као основу будућности протока новца.

Visa је присутна на тржишту југоисточне Европе преко 40 година. Заједнички напори са владама, регулаторним телима, финансијским институцијама и партнерима резултирали су значајним постигнућима у развоју дигиталне економије региона. Увођењем 15 милиона нових Visa картица широм тржишта Централне и Југоисточне Европе, број Visa картица у употреби повећан је за 14% 2023.године у поређењу са 2022. годином. Visa је светски лидер у дигиталном плаћању, који олакшава трансакције између потрошача, трговаца, финансијских институција и државних органа у више од 200 земаља и територија. Њихова мисија је да повежу свет преко најпогодније, најиновативније, поуздане и безбедне мреже плаћања, омогућавајући појединцима, предузећима и привредама да напредују.

Верујемо отуда да економије свуда укључују и унапређују све, а доступност видимо као основу за будуће кретање новца.²⁴¹

Нека лична искуства одскоро су предвидела будућност безготовинског друштва у економијама ЕУ у једној њеној економији Шпанији а које може послужити као копија онога шта би ће десити и у ЈИЕ и Србији. Цитирамо..., Слетели смо као туристи из Србије у Мадрид око 14 часова. Дочекала нас је права пометња због изненадног нестанка струје у целој земљи. Људи су били потпуно сметени. У кругу аеродрома још је и било телефонског сигнала и интернета да проверимо пошту и јавимо кући да смо стигли. Али већ после неколико километара на путу ка хотелу телефони су потпуно 'занемели'. Особље нас је обавестило да немају информацију шта се дешава нити када се очекује нормализација ситуације у земљи па тако и у хотелу. То је за почетак значило бар светло у собама и лифт који ради, срећом хотел је имао соларне панеле па је било топле воде за купање. А како изгледа панична куповина становништва потпуно ненавикнутог на изненадне рестрикције сазнали смо врло брзо. Најближи тржни центар није радио. Пумпе су такође биле затворене као и све занатске радње у главној улици, кафићи, ресторани... Преко расхладних фрижидера поред трафика биле су спуштене решетке али су неки покушавали да их помакну и узму флаше са водом и другим пићем. У јединој продавници која је била отворена рекли су нам да храну, која је већ полако понестајала, можемо да купимо искључиво за готов новац. Банкомати су, наравно, били ван функције. Све у свему, спасило нас је то што још имамо навику да већи део новца мењамо из динара у евре кад из Србије кренемо у иностранство. Да се нађе, злу не требало. Такорећи, ништа без кеша. Да смо попут наших сапутника из Европе пошли на пут само с картицама, били бисмо у приличном проблему и вероватно остали и без ручка и без вечере". Да је потрајало, стварно не знам шта бисмо радили", закључује наш случајни изглед искуства шта би настало услед енергетског хаоса и код нас и Балкану.

²⁴¹ Trendovi u plaćanjima: Bezgotovinska plaćanja porasla za 30%, primijećen značajan porast u tokenizovanim transakcijama, jun 11, 2024., Bankar.me, podaci i informacije dostupni na adresi linka <https://bankar.me/trendovi-u-placanjima-bezgotovinska-placanja-porasila-za-30-primijecen-znacajan-porast-u-tokenizovanim-transakcijama/> dostupno dana 08.06.2025.godine.

23. Перспектива електронског начина плаћања у Србији

Промовисање безготовинског плаћања један је од начина да се смањи удео пасивне сиве економије, која је најзаступљенија у малопродаји (храна, пиће и дуван). Пасивна сива економија подразумева ситуације у којима једна страна, а то је потрошач, није свесна да је трансакција непријављена и да на њу није плаћен порез. Само у 2014. буџет Србије је због пасивне економије остао ускраћен за око 127 милијарди динара. Могућност једне државе да региструје непријављене трансакције и последично наплати порез, значи улагања у здравство, школство, социјална давања и друге потребе које се финансирају из буџета.

Према подацима Европске статистичке канцеларије ЕУРОСТАТ, националних банака и компаније Mastercard, Србија је на зачељу Европе по броју издатих картица и ПОС терминала у Европи, иза ње су само БиХ и Румунија. Такође, када се погледа удео безготовинских трансакција у БДП-у земље, Србија је при дну листе 31 европске земље, испред Румуније, Бугарске, БиХ и Грчке.

Анализа Moody's из 2016. о утицају безготовинског плаћања на раст бруто домаћег производа у 70 националних економија показује да је, када је реч о Србији, повећана употреба електронских начина плаћања обезбедила увећање БДП-а наше земље за 230 милиона долара. Допринос повећане употребе картица огледа се и у 2.939 отворених радних места у Србији годишње, у периоду од 2011. до 2015. године.

23.1. Предности безготовинског начина плаћања

Предности употребе безготовинских односа у привреди и становништву набрајамо овим редом.

- Безготовинско плаћање за грађане значи велику уштеду времена. Просечно мобилно плаћање или куповина бесконтактном картицом трају 12,5 секунди, док је за плаћање готовином потребно готово три пута више. Такође, електронска плаћања су шест до 10 секунди бржа од других расположивих начина плаћања у продавницама.
- Безбедност новца је једна од кључних одлика безготовинског плаћања. У случају губитка мобилног телефона или картице, приступ средствима је заштићен ПИН-ом или је могуће блокирати

приступ позивањем банке док је у случају губитка готовине штета ненадокнадива.

- Широка употреба безготовинског плаћања осигурава и личну безбедност јер су мање шансе да дође до покушаја напада и крађе.
- Куповина код продаваца који пружају могућност безготовинског плаћања је сигурнија за потрошаче јер ПОС терминал може да поседује само уредно регистрован привредни субјект, што у великој мери гарантује да су производи које продаје проверени и безбедни.
- Безготовинско плаћање омогућава куповину преко интернета што доноси кључне предности потрошачима наспрам куповине готовином – већи избор „продавница“, куповину из иностранства без потребе путовања, куповину на рате, повољније цене кроз учешће у лојалти програмима и др. Предности куповине на даљину посебно су важне за становнике у местима удаљеним од градова.
- Коришћење безготовинских начина плаћања нарочито је важно и за очување здравља у условима пандемије и периодичних промена мера физичке дистанце јер омогућавају куповину онлајн, али и на месту продаје без непосредног контакта са продавцем.
- Око трећине грађана Србије увек или најмање једном недељно користи картицу приликом плаћања, а чак 72% истиче да то чине јер им је лакше да плаћају безготовински док остали истичу предност куповине на рате, безбедност и куповину преко интернета. Више од четвртине грађана плаћало би мобилним телефоном на месту продаје када би имали ту могућност.
- Профил просечног корисника безготовинских односно картичних плаћања у Србији показује да је то жена у доби од 30 до 44 година, вишег или високог образовања, из градске средине, најчешће Београда, и са вишим примањима.

Са становишта привреде биле би.

- Са увођењем безготовинских плаћања, привредници значајно повећавају прилике за развој пословања, кроз увођење интернет продаје, повећање броја купаца, посебно оних који мање користе готовину и спадају у платежно способније, ефикасније воде пословне књиге и прате трансакције, али и да избегну евентуалне спорове с добављачима и муштеријама.
- Као што потрошачи могу да купују у иностранству захваљујући електронским плаћањима, тако и привредници могу да себи отворе

нова тржишта и понуде производе и услуге значајном већем броју клијената.

- Повећање задовољства купаца је једна од кључних предности безготовинског плаћања посебно у виду смањења чекања у редовима код бизниса са великим бројем муштерија. Привлачење нових клијената могуће је и захваљујући иновацијама и развојем нових врста производа, лојалти програма и других погодности.
- Привредници кроз прихватање безготовинског плаћања значајно смањују трошкове управљања готовином (бројање, чување, уплата у банку) док истовремено повећавају безбедност свог бизниса јер умањују ризик од плачки.

За државу доносе бољитке кроз промене.

- Безготовинска плаћања повећавају прилике за развој пословања предузећа и обезбеђују већи избор грађанима при куповини што позитивно утиче на раст пословних активности, дигиталну трансформацију економије, повећање бруто домаћег производа односно бржи привредни развој.
- Веће коришћење безготовинских трансакција чини ток средстава видљивијим што олакшава државним органима надзор над финансијским токовима и омогућава им да буду ефикаснији у контроли поштовања прописа, усмеравањем расположивих ресурса у проверу најризичнијих области и предузећа уместо контроле „од врата до врата“.
- Значајан бенефит за државу од развоја безготовинског друштва је и опште смањење стопе криминала услед смањења прилика за разбојништва и крађе, као и сузбијање сиве зоне јер повећање видљивости трансакција умањује шансе за учешће грађана и привреде у активној или пасивној сивој економији, неиздавањем или неузимањем фискалних рачуна, обављањем трансакција у готовини и др.
- Истраживање спроведено у 33 државе показало је да смањивање вредности готовинских трансакција за само 10% може да смањи обим сиве економије повезане с кешом и до 2,1% БДП-а што би у случају Србији значило мањи обим сиве зоне за готово милијарду евра. Такође, обим наплате пореза био би повећан за 0,42% БДП-а или скоро 200 милиона евра.
- Увођење електронских плаћања услуга државе штеди новац и време за обављање административних процедура јер убрзава

поступке, смањује трошкове наплате такси и накнада и омогућава да службеници који су досад били ангажовани на административним пословима буду усмерени на друге важне активности.

- Исплата различитих врста давања из републичког и локалног буџета електронским путем, посебно пензија и социјалних давања, сужава простор за корупцију и злоупотребу јавних средстава и гарантује да ће новац сигурно стићи до корисника којима је намењен.
- Подстицање безготовинских плаћања за државу и финансијски сектор значи и смањење трошкова за израду и управљање папирним и кованим новцем. У САД, израда новчаница од једног долара до 100 долара кошта од шест до 14 центи.

23.2. Инфраструктурна мрежа за безготовинско плаћање-трендови у Србији

Број ПОС терминала односно продајних места на којима је могуће платити безготовински у Србији је повећан за око 50% од 2016. наовамо. Први квартал 2023 године завршили смо са нешто више од 123.000 инсталираних уређаја за прихват картица, инстант плаћања и дигиталних новчаника и по том параметру готово да смо сустигли Хрватску. На крају првог тромесечја 2023. године, код Хрватске је било нешто више од 126.000 ПОС терминала, али када се тај број посматра у односу на број становника јасно је да Србија много више заостаје по развијености платне инфраструктуре. Тим пре што је, по подацима Европске централне банке из 2021, Хрватска међу првих 10 у ЕУ по „засићености“ прихватне мреже.

Ако освежимо податке иако по закону не постоји обавеза омогућавања прихватања плаћања платним картицама на свим местима, такав вид плаћања уведен је већ и на шест пијаца у Србији, али и на појединим киосцима. То значи да ће у свим секторима малопродајних и потрошачких услуга, од 1. јануара 2024. године, постојати обавеза да се прихватају и картична плаћања (дебитна и кредитна) и услуге директног плаћања преносом новца између банковних рачуна.

Поставља се питање из ове перспективе из 2025. године да ли би Србија могла да очекује сличну одлуку у блиској будућности, односно да плаћање картицама постане обавезно у свим делатностима привреде. Грчка као пример и нама близак комшија је, међутим, отишла корак даље па је увела обавезу проширивања ПОС терминала на цело тржиште.

Да ли ће трговац прихватати платне картице и омогућити својим купцима ту могућност је пословна одлука трговца. Да би омогућио плаћање платним картицама на продајном месту неопходно је да трговац успостави пословни однос са банком прихватиоцем која ће му пружити услугу прихватања платних картица (поставити ПОС уређај или инсталирати СофтПОС апликацију). На тржишту Србије постоји 11 банака које пружају ту услугу трговцима и нуде различите modele сарадње тако да трговци могу да се одлуче који је модел у складу са његовим потребама. Трговац који прихвата платне картице, у складу са прописима усаглашеним са правилима која важе и у Европској унији, има право избора бренда (DinaCard, Visa, Mastercard и др.) или врсте платне картице (нпр. дебитне, кредитне или пословне) које ће прихватати на свом продајном месту.

Ако трговац одлучи да не прихвати све платне инструменте засноване на платним картицама које подразумевају плаћања картицом, телефоном, сатом, ако жели да прихвата само дебитне картице одређеног картичног бренда, али не и кредитне картице тог бренда јер су му прескупе, или не жели уопште да прихвата све картице одређеног картичног бренда, трговац је дужан да о томе јасно и недвосмислено обавести потрошача.

Док многобројне земље Европе и света у потпуности избегавају и избацују из употребе кеш, у Србији се још увек већина услуга плаћа управо овако. Ограничавање или потпуно избегавање картичног плаћања доводи сумњу само на једно, а то је могућност неприказивања стварног финансијског стања и плаћања пореза.

24. Актуелни статус е –трговине у Србији кроз осврт на стање у ЕУ

Компаније су оствариле бројне предности коришћењем интернета за промоцију и продају својих производа и услуга.²⁴² Због брзог развоја технологија електронске трговине и раста глобалне потрошње, произвођачи су били приморани да прилагоде своје пословање.²⁴³ Тржиште електронске трговине у Србији и даље расте по двоцифреним стопама, а расположиве статистике предвиђају наставак овог тренда у наредним годинама. Очекивано је да ће у наредних пет година Србија наставити да расте са око 10% у оствареном промету е-трговине (eCommerce). Тржиште електронске трговине је код нас изузетно динамично, као и у региону. Шири регион којем припадамо тј. југоисточна Европа учествује у укупном промету е-трговине Европе са око 18%, док ужа регион, Србија и земље окружења са само пар процената. Просечна годишња потрошња по онлајн купцу (ARPU) је у земљама Северне Америке чак дупло већа од потрошње у земљама ЕУ. И земље ЕУ, као и нашег ујег региона из године у годину, постепено смањују ово, још увек велико одступање. Земља са највишим тржиштем е-трговине је Грчка. Следи Бугарска док Словенија остварује годинама уназад највиши ниво пенетрације е-трговине, и уједно највишу просечну годишњу потрошњу е-трговине по купцу. Поред припадности ЕУ, то је свакако и утицај веће куповне моћи и веће доступности широке понуде интернационалних играча. САД и Кина остају неприкосновена тржишта е-трговине из којих долазе сви трендови, конкретна знања, решења и модели, које сви у региону југоисточне Европе преузимају.

Извештај који је пред нама је резултат вишемесечног рада и сарадње са Народном банком Србије (НБС), Републичким заводом за статистику, РАТЕЛ-ом, Привредном комором Србије, компанијама Visa и

²⁴² Nikola Pavlović, Marko Savić, Miloš Milanović, *"Digital Marketing an Efficient Means of Promotion"*, Ekonomski signali, Vol. 16, Br. 2, str. 98, Kosovo and Metohija Academy of Applied Studies, Leposavić, 2021. ISSN: 1452-4457 (print) i 2560-3302 (online), preuzeto sa <https://esignali.edu.rs/index.php/es/article/view/50/45>

²⁴³ Nebojsa Denic, Borislav Radevic, Boris Siljkovic, *"The Role of Digital Marketing in Promotion of Wine From Kosovo and Metohija"*, Economics of Agriculture, Year 65, No. 3, 2018, (pp. 1071-1083), Belgrade, preuzeto sa <https://www.ea.bg.ac.rs/index.php/EA/article/view/883/768>

Mastercard, као и бројним интернет продавницама и интернет купцима који су узели активно учешће кроз анкетирање и директне увиде из праксе.²⁴⁴

Прво национално истраживање е трговине у Србији показује да је 99,5% људи куповало преко Интернета током 2023. године, а највећи проценат купаца је између 35 и 44 године. У Србији за 2023/2024. годину, чак 99 одсто испитаника сматра да куповина путем Интернета штеди њихово време, а 40,5 одсто људи користи тај вид куповине више пута месечно. Старосна структура људи која купује путем Интернета је мешовита, али највећи проценат је оних од 35 до 44 године. На питање да ли користе опцију снимања картица на сајтовима или сервисима који нуде ову услугу, 77,2 одсто одговорило је потврдно. Чак 81,1 одсто људи рекло је да би користило опцију BNPL (Buy Now Pay Later) када би услуга била доступна у Србији. Просечан буџет који је купцима доступан за куповину је за око 50 одсто људи до 5.000 динара, док 29 одсто људи за онлајн куповину издваја око 3.000 динара.

24.1. Интернет куповина у Србији, актуелни трендови 2024. године и почетком 2025. године

Интернет куповина у Србији 2024.године

Интернет куповина у Србији постаје важан сегмент тржишта плаћања када је реч о куповинама обављеним картицама и е-новцем. Наиме, у претходном периоду забележен је континуитет у повећању броја интернет куповина, што је довело до рекордног броја од 82,4 милиона куповина обављених у 2024. години. То значи да је у просеку сваког дана прошле године обављено више од 225.000 куповина, објавила је Народна банка Србије (НБС).

У 2024. години, како наводе из НБС, забележено је повећање од 39,2% посматрано у односу на 2023. годину, када је било 59,2 милиона интернет куповина, а у односу на пре пет година повећање износи 288,5% (3,9 пута), тј. у односу на 2020. годину, када је било 21,2 милиона куповина.

- Од укупног броја интернет куповина које су клијенти пружалаца платних услуга обавили у 2024. години, више од две трећине (68,5%)

²⁴⁴ Nada Matić, Prvo nacionalno istraživanje tržišta elektronske trgovine u Srbiji: Čak 99 odsto građana misli da im ovaj način kupovine štedi vreme , dostupno na adresi linka <https://www.blic.rs/biznis/moj-novcanik/sta-pokazuje-prvo-nacionalno-istrazivanje-trzista-elektronske-trgovine-u-srbiji-za-wsryn54> , dostupno dana 05.06.2025.godine

реализовано је у домаћој валути, док су валуте са значајним уделом из корпе валута евро – са 20,0% удела, амерички долар – са 9,6%, британска фунта – са 0,3% и швајцарски франак – са 0,1%, при чему се на остале валуте односи 1,6% укупног броја интернет куповина - истичу из НБС.

На крају 2024. године број домаћих интернет продавница порастао је на 4.726, што је за 17,9% више него на крају 2023. године, а за 134,8% него пре пет година (на крају 2020).

- Повећање броја интернет продавница условило је и повећање броја интернет куповина у Србији. Динарске куповине у 2024. години бележе раст од 39,6% у односу на 2023. годину, при чему је вредност поменутих куповина увећана за 41,9%. Посматрано апсолутно, таквих трансакција је у 2024. години било 56,5 милиона, у вредности од 162,3 милијарде динара - указују у НБС.

Када је реч о страним интернет продавницама, у односу на 2023. годину повећан је број куповина у еврима за 56,6% (16,5 милиона куповина у односу на 10,5 милиона куповина), док је њихова вредност већа за 40,5% (735,2 мил ЕУР у односу на 523,2 мил ЕУР). Куповине у америчким доларима на интернету бележе мањи раст у односу на динар и евро и то повећање износи 10,4% (7,9 милиона плаћања у односу на 7,2 милиона плаћања), док је њихова вредност већа за 24,4% (217,4 милиона долара у односу на 174,7 милиона долара) у односу на 2023. годину.

Главни трендови из Европе стижу и на наше тржиште. Конкретно, мисли се на појаву маркетплејсова (Marketplace) и „пјур плејерс“ (Pure players) модела пословања — када фирма послује искључиво преко интернет продавнице, без физичке локације. И један нови модел пословања који се зове 'Фулфилмент' (Fulfillment), односно логистичка подршка е-трговини.

"Тему" у паду

Платформа "Тему", која је прошле године потресла светско тржиште онлајн трговине, бележи пад. Стручњаци кажу да је то очекивано након престанка агресивне маркетиншке кампање.

„Тему,, ће морати да се прилагоди, мораће да нађе начин како да парира другим платформама, као што је 'Алиекспрес' (Aliexpress). Они су овом пословном стратегијом направили успех, та стратегија је била одлична, али сада ћемо видети шта ће они да донесу што ће бити другачије у односу на конкуренте.

Из Удружења за заштиту потрошача Србије упозоравају да је све то куповина на сопствену одговорност и да нема примене закона. Самим тим,

потрошачи у Србији немају могућност рекламације, ни да се позову на наше домаће законодавство. Отуда су домаћи трговци схватили шта су њихове предности. Слабљењем светских онлајн играча, прилику добијају домаћи. Као посебне предности истичу се: подршка на домаћем језику, бржа достава и замена робе, поврат новца. Према подацима Републичког завода за статистику, грађани Србије преко интернета највише купују одећу и обућу, спортску опрему, намештај и опрему за кућу, као и храну. На крају 2024. године број домаћих интернет продавница, према подацима НБС, порастао је на 4.726, што је за 17,9 одсто више него на крају 2023. године, а за 134,8 одсто него пре пет година (на крају 2020).

Грађани Србије су у другом тромесечју 2024. године обавили 19,2 милиона куповина на интернету картицама и електронским новцем, чиме је настављен међугодишњи тренд раста, који у односу на исто тромесечје 2023 године износи 36,1%, наводи се на сајту Народне банке Србије. Највећи помак тржишта у Србији се огледа у томе што се онлајн трговина више не везује искључиво за продају технике. Када посматрамо продају у Србији, видимо да су прошле 2024. године највећи раст достигле нпр. категорије намештаја, ауто – мото, све за бебе и децу што су до скоро биле категорије доминантно везане за физички ритејл. Раст наведених категорија у односу на 2023. годину се више него удесетостручио и то је чињеница која нас посебно радује и даје додатну потврду да смо на правом путу када причамо о развоју е-трговине и задовољењу потреба наших потрошача. Оно што нас охрабрује и посебно радује је чињеница да онлајн више није везан искључиво за урбане делове – сада преко интернета купује цела Србија. Имамо равноправно учешће (fair share) када поредимо проценат становништва које купује онлајн из било ког места у Србији са градовима попут Новог Сада или Београда. Тај податак нам говори да је онлајн трговина сад мејнстрим, да је ушла у свакодневни живот и да постаје навика огромном броју наших становника.

Слика 26. Број куповина на интернету употребом картица и електронског новца у Србији



Извор: *Stabilan rast kupovina na domaćim i stranim internet prodavnicama,*
12.09.2024. доступно на адреси линка

<https://www.nbs.rs/sr/scripts/showcontent/index.html?id=20016>, доступно дана 06.06.2025

24.2. Предикције и предвиђања у вези са локалним и глобалним тржиштем е-трговине за 2025. годину

Свакако један од кључних трендова јесте пораст продаје преко друштвених мрежа (social commerce). У томе за сада предњачи тржиште Азије, али пораст је евидентан и у Европи. Овај тренд ће сигурно бити један од кључних током наредне године. Друга велика трансформација која се већ дешава јесте употреба алата вештачке интелигенције који знатно убрзавају и поједностављују процесе. Ми смо већ сведоци овог тренда јер сад нпр. у сегмент описа производа троје људи ради посао који би иначе морало да завршава око 60 стручних компјутера. Такође, ако говоримо о улиставању производа, захваљујући нашем ВИ фирст приступу, сада имамо процес који улиставање убрзава за три пута уз три пута бољи квалитет. Све ово доводи до много бољег корисничког искуства – бржа и једноставнија претрага, квалитетније информације, подршка и сл. што је увек приоритет када причамо е-трговини.

Оно што је чињеница и што сва истраживања показују јесте стабилан раст е-трговине у свету. По последњим подацима, предикције су да ће до 2027. године тржиште досегнути вредност од 8 билиона долара. Конкретно, Србија и цео регион ће у наредном периоду остварити још значајнији, процентуално двоцифрени раст јер су наше полазне тачке знатно ниже у односу на развијенија тржишта. Очекујемо све више трговаца спремних да озбиљно уђу у свет онлајн трговине и на тај начин да квалитет понуде, али и оглашавања производа буде још бољи.

Ако кажемо да смо у протеклој години преко Ананаса продавали и пелет и грађевински материјал, да је један купац из јужне Србије наручио скоро тону шећера у оквиру једне поруџбине, онда вам је јасно да смо велики оптимисти, али и да ћемо истовремено наставити са снажним улагањима на свим нивоима како би се предикције оствариле.

Верујемо да ће 2025. година донети даљи раст тржишта е-трговине, уз значајне промене које долазе са изменама и допунама Закона о платним услугама, укључујући примену PSD2 регулативе. Један од кључних аспеката ове регулативе јесте Strong Customer Authentication (SCA), односно строжија аутентификација корисника.

Циљ је повећање сигурности приликом онлајн плаћања кроз додатне нивое провере идентитета, чиме се значајно смањује ризик од превара. Ове измене отварају простор за иновације у области платних услуга и унапређују поверење купаца, што ће допринети даљој професионализацији сектора е-трговине у Србији.

На глобалном нивоу, вештачка интелигенција (AI) наставиће да трансформише индустрију е-трговине кроз оптимизацију процеса, боље разумевање корисничких потреба и персонализацију понуда. Према подацима Завода за статистику Србије, објављеним у извештају “Употреба информационо– комуникационих технологија у Републици Србији, 2024”, тренутно само 7% компанија у Србији користи AI технологије, што указује на огроман потенцијал за даљи развој и примену ових алата у наредним годинама.

Такође, иницијатива *cross-border* Balkan Ecommerce Alijansa (BECA) има за циљ додатно јачање регионалне сарадње у области е-трговине. Трговина унутар Европске уније ће наставити да расте захваљујући предностима које нуди јединствено дигитално тржиште (*single market*). Ово тржиште омогућава лакшу размену робе и услуга, хармонизоване прописе и стандарде, што трговцима и потрошачима доноси бројне погодности. Иницијатива подржава конкурентност и иновације унутар овог сектора. Комбинација глобалних трендова и локалних иницијатива поставља темеље за узбудљиву и динамичну годину у индустрији е-трговине.

Са аспекта практичних дешавања тржишта на ширем простору у Југоисточне Европе и шире, процене су да ће глобално да расте. Амазон је најавио своју јефтину верзију, како би могао да се носи са растућим гигантима као што су Temu i Shein. То ће изменити глобалну онлајн трговину, а прелиће се и на наше тржиште. У таквој отвореној економији наш задатак је да поред развијања локалних и персонализованих наступа гледамо да преузмемо и најбоље могуће праксе које континуирано анализирамо.

ЗАКЉУЧАК

На спровођење изабране монетарне стратегије на глобалном нивоу у претходном временском периоду кроз историју велики утицај је имао прихваћени теоријски концепт монетарне политике. Иначе, у 20. веку су међусобно супростављени кејнзијански и монетаристички начин размишљања. Кејнзијанизам представља пробој Кејнзове филозофије с нагласком на коришћењу фискалне политике ради стимулсања агрегатне тражње у време рецесије. Да подсетимо, Џон Мајнард Кејнс дефинитивно даје предност новцу који пласира у потрошњу, чиме се ствара вишак тражње за инвестицијама као и више радних места. Отуда његов наследник Пол Кругман тврди да, када економска (привредна) активност опада, буџетски дефицит и потрошња треба да расту. Насупрот наведеном, монетаристички и новомонетаристички приступ подразумева подешавање једног инструмента (нпр. краткорочне каматне стопе којима би се утицало на ниво монетарног раста), како би се постигао други циљ (стабилност цена). Уосталом, разумевање датих стратегија није било могуће без анализе и разумевања теоријске основе. Оно што је остало као константа током више деценија примене кејнзијанског и монетаристичког приступа стратегији монетарне политике свакако је то да монетарна политика и даље утиче на цене, само са дугим и променљивим заостатком. Треба нагласити да је недавна глобална финансијска криза условила да се многе централне банке у свету суоче са бројним питањима изван монетарне политике кејнзијанског или монетаристичког начина размишљања.

Прво, последња финансијска криза је подстакла даља истраживања у кризним временима, где савремена монетарна теорија препоручује да је најбољи начин да одговоримо на дешавања ван зоне монетарног утицаја, преко фискалне и структурне консолидације. Конкретно, мапа пута монетарне стратегије централне банке од стране савремених теоретичара током кризних година, је сем познате улоге централне банке као последњег уточишта ликвидности банака и додавање надзорне и регулаторне улоге централној банци. Изостанак тога је заправо и било поседица последње финансијске кризе. Актуелна глобална финансијска криза произвела је нови оквир монетарне политике који је заснован на активној улози предвиђања у привреди, уз пројекције које треба да обухвате будућа кретања инфлације, незапосленост, каматне стопе, девизни курс и друге макроекономске варијабле. Ради постизања наведеног, монетарна политика мора да буде транспарентна и предвидива, па зато највеће централне банке у свету огромну количину енергије троше на

прогнозирање. Отуда, експлицитна нова улога централне банке у кризном и посткризном периоду јесте креирање монетарне политике у ходу сагласно датим околностима у привреди.

Друго, не слажу се сви са таквом концепцијом монетарне политике. То је због тога што је актуелна монетарна стратегија заправо у замци ликвидности данас, када је референтна каматна стопа близу нуле, а некадашњи ризик од инфлације замењен ризиком од дефлације. Фискална строгост у времену слабе глобалне агрегатне тражње има дефлаторан утицај, што опоравак од кризе чини знатно споријим и много мање вероватним. У замци ликвидности владе немају логичнију опцију него да позајмљују и инвестирају. У таквој ситуацији су власти развијених економија заобиле банке и “упумпавале” новац у привреду у време актуелне глобалне финансијске кризе. Овај процес је формално назван квантитативно попуштање. Овим је потврђена констатација да смо у време криза и депресија привреде, било да је реч о развијеним или неразвијеним економијама, сви на неки начин кејнзијанци/новокејнзијанци.

Наш став је да у монетарној политици, као и у многим другим областима, ниједна величина не одговара свима. Монетарна политика би требало да буде независна од политичких притисака и усмерена на стабилност цена зато што је управо ту постигла најбоље резултате. Уосталом, управо због ових околности, централне банке већине тржишних економија још од 90-их година уживају висок углед исказан кроз висок кредибилитет. Актуелна финансијска криза је произвела тзв. нови/стари консензус монетарне политике, при чему стабилност цена и даље треба да буде примарни циљ централних банака, а који је дефинисан кроз стопу инфлације од око 2%. Треба нагласити да су краткорочне каматне стопе довољно средство за постизање циља у кратком року, док је на дужи рок најбоља неутрална монетарна политика.

Досадашње искуство сугерише да је концепт таргетирања инфлације дао најбоље резултате у борби против инфлације. Овај концепт исказује супериорност преко посвећености новчаном расту, а подједнако добро је послужио за одржавање ниске просечне инфлације и ниских инфлационих очекивања у претходном периоду. Циљање инфлације кроз одговоре на шокове такође постиже оптималне резултате у кратком року, што није случај са циљањем монетарних агрегата. То нам потврђују негативна искуства са концептом монетарног таргетирања у САД, Канади, Великој Британији и у неколико економија тржишта у развоју. Упорни неуспеси приликом достизања монетарних таргета, исказани кроз нестабилност у односу између монетарног раста и инфлације, утицали су да овај концепт виртуелног монетарног планирања у већини

индустријализованих економија буде дефинитивно напуштен. Разлози дистанцирања од стратегије монетарног таргетирања најбоље су илустровани речима да нису економије напуштале монетарне агрегате, већ обратно. Концепт циљања инфлације се показао као најфлексибилнији и истовремено као режим монетарне политике који је успео да преживи неколико великих шокова, па и недавну финансијску кризу и дубоку рецесију у развијеним економијама. Успех је неоспоран чак и у односу на друге стратегије монетарне политике као што су циљање девизног курса или циљање БДП-а. Истина, ово последње у пракси код развијених и економија у транзицији нигде није заживело.

И земље у транзицији које практикују циљање инфлације имају позитивно искуство. Од 2000. године флукуације инфлације, раст БДП-а и инфлаторна очекивања су нижи у економијама у транзицији које планирају инфлацију у односу на економије које то не практикују. Такође треба нагласити и да је приметан стабилнији развој економија које примењују таргетирање инфлације. Још је илустративнији период од 2007. године по овом питању, а који укључује и глобалну финансијску кризу. Овим се таргетирање инфлације усталило и показало као атрактивнија опција између више варијанти, коју је углавном пратило генерисање ниске инфлације у претходном временском периоду.

Протежирање концепта таргетирања инфлације подразумева ограничење које је донела нулта номинална каматна стопа као производ актуелне глобалне финансијске кризе. С обзиром на наведено, предлаже се подизање прага просечне циљане инфлације, што сугерише потребу за реформом актуелне монетарне стратегије флексибилног циљања инфлације. Закључак који је изведен из финансијске кризе 2008. и 2009. године, а која и данас траје, јесте да централне банке, осим одговорности за стабилност цена, у првом реду морају да преузму и одговорност за финансијску стабилност. Као резултат тога имамо решење кроз приступ алтернативном двоструком мандату који комбинује експлицитни мандат централне банке посвећен стабилности цена, са имплицитним мандатом посвећеним финансијској стабилности система у целини. Као једно од решења предлаже се да одговорност за одржавање финансијске стабилности може бити додељена централној банци или самосталном финансијском надзорном органу. Фокусирање на финансијску стабилност је вероватно највећа промена у циљевима централне банке после актуелне финансијске кризе у развијеним економијама. Овим добијамо и одговор на питање како треба да изгледа посткризна монетарна политика централних банака у развијеним економијама.

Концепт флексибилног таргетирања инфлације, који је важио до времена глобалне финансијске кризе 2008. и 2009. године, био је нека врста консензуса. Према том консензусу, мандат је био усмерен на стабилност цена, што је аутоматски резултирало финансијском стабилношћу. Глобална финансијска криза је преусмерила овај консензус тако да се он сада све више посматра као неадекватан и недовољан. Политика каматних стопа данас није више “савршен” инструмент који је довољан за очување финансијске стабилности, а то је управо један од проширених задатака монетарних власти током и после најновије финансијске кризе. Као практичну потврду наведеног имамо податак да је током глобалне финансијске кризе европски систем централних банака усвојио опсежне мере како би подржао финансијску стабилност. У сваком случају, у кризним условима мање штете може нанети присуство централне банке као надзорника финансијског система. Отуда, финансијску стабилност треба узети у обзир и уградити је и кроз одлуке монетарне политике у тој мери да очекивани изгледи за инфлацију не утичу негативно на реалну активност.

У многим отвореним економијама и у земљама у развоју које су усвоиле концепт флексибилног таргетирања инфлације постоји дебата у вези са одговарајућом улогом девизног курса код изабраног концепта циљања инфлације. Тако ће, на пример, у привредама са високим нивоом девизног дуга, курсне промене имати јаке ефекте на финансијску позицију дужника. Зато је изазов за креаторе стратегије таргетирања инфлације управо у томе да обезбеде курс који остаје подређен овој стратегији. Уосталом, улога девизног курса као номиналног сидра посебно је изражена у земљама у којима су монетарне институције слабе. У том смислу избор фиксног девизног курса треба да буде усвојен када високе стопе инфлације нарушавају кредибилитет монетарне власти. Поставља се питање да ли држава треба да изабере фиксни или пливајући курс или пак неки прелазни режим. Ипак, сигурно је да ниједан режим није идеалан за све земље, као што ни изабрани девизни курс није погодан за сва времена. Избор режима девизног курса свакако је под утицајем макроекономских показатеља, структурних фактора, стопе инфлације, а посебно мобилности капитала у свакој економији. На основу резултата добијених приликом нашег истраживања намеће се закључак да режим који комбинује отворен рачун капитала уз његову пуну либерализацију са пливајућим курсом најбоље утиче на постизање макроекономске стабилности као одговор на спољашње шокове.

Концепт циљања инфлације ће после најновије глобалне финансијске кризе неоспорно бити измењен и прилагођен новонасталим околностима. Литература из монетарне области све до данашњих дана сугерише инфлационо таргетирање као фаворизовани оквир за монетарну

политику у било којој земљи. Данас централне банке многих земаља практикују таргетирање инфлације, али себи дозвољавају и малу дискрецију у спровођењу овакве стратегије монетарне политике. Централне банке би зато имале више дискреционо право уколико би постојали циклични падови у привреди.

Ове околности су изазвале дебату о одабиру између два режима и то да ли преузети концепт таргетираниг нивоа цена, где централна банка даје себи за право да коригује девијације цена у односу на таргет, или примену концепта таргетирања инфлације, где централна банка треба да коригује девијације исте. Уосталом, ограничење које је донела нулта номинална каматна стопа у последње време довело је до предлога да се евентуално подигне праг просечне циљане инфлације. Све то сугерише потребу за великом реформом актуелне монетарне стратегије. Отуда нема сумње да су иновације концепта циљања инфлације пред нама, а све ради смањења незапослености и већег привредног раста у развијеним економијама и у земљама у транзицији. Да парафразирамо Черчила код одабира пожељне стратегије монетарне политике да је концепт циљања инфлације најлошији од свих режима монетарне политике, осим свих осталих. И ове речи наводе на још флексибилније тумачење инфлационог циља.

Треба нагласити да имамо и заговорнике политике циљања номиналног БДП-а који још увек није заживео у пракси развијених, али ни земаља у транзицији. Намеће се став да замена концепта инфлационог таргетирања концептом таргетирања номиналног БДП-а, ипак се не постиже алтернативним алатима у ситуацији када је каматна стопа на нултом нивоу тј. у замци ликвидности, како је сада у водећим банкама у свету. Конкретно, сама процена неинфлационе стопе раста реалног БДП-а је контраверзна и неизвесна. Штавише, сасвим је вероватно да ће управо то бити предмет значајних политичких контраверзи у било којој економији без обзира да ли је развијена или не. Кад је реч о избору концепта таргетирања БДП-а, универзални оперативни изазови присутни су не само код развијених већ и код транзиционих неразвијених економија. С тим у вези треба имати у виду следеће:

- а) у већини земаља подаци о инфлацији се износе на месечном нивоу, док су подаци о БДП-у доступни на кварталној основи,
- б) подаци о БДП-у обично стижу са значајним закашњењем, уз значајне негативне импликације за вођење далековиде монетарне политике,

- в) информације о БДП-у су склоније ревизији у односу на податке о инфлацији, чиме се повећава ризик од погрешне информације о стању у привреди и
- г) имплементација циљаног дохотка/БДП-а захтева процену дугорочног раста потенцијала привреде, што је немогуће извести.

На основу искуства је евидентно да је до сада канал каматне стопе био најчешћи таргет у монетарној политици. Отуда се намеће закључак да политика циљања каматних стопа може дуго да се користи као додатни инструмент монетарне политике, под условом да постоји довољна варијабилност каматне стопе. Закључујемо да је каматна стопа неделотворан инструмент за финансијску стабилност јер на њу утиче врло мало. Иначе, монетарна политика је била прилично неефикасна стратегија у постизању и одржавању финансијске стабилности. Зато није јасно да ли је потребно мењати мандат монетарним властима или предузимати нешто друго. Финансијска криза у раздобљу 2007-2009. године показала је, првенствено у развијеним економијама, дозу скептицизма и нејасне везе каматне стопе са крајњим циљевима економске политике. Уосталом, монетарна политика (преко каматне стопе) треба да предвиди стање у привреди за око 18 месеци унапред, што је у пракси тешко спроводљиво. Недавна финансијска превирања неоспорно су показала на то да су неопходни нови макроекономски алати за стабилизацију националних економија погођених кризом.

У сложеној тржишној привреди свакако је тешко издвојити неки финансијски агрегат или каматну стопу која би имала добру специфичну везу са реалним токовима привредне активности. Управо због ових околности временско заостајање мера монетарне политике смањује ефикасност монетарне политике. Проблем заостајања монетарне политике сугерише да монетарна политика не треба да одговори на статистичке извештаје о економским условима у прошлости, али сигурно треба да одговори на услове који се очекују у будућности. Ипак треба признати да у академским круговима у економији до данас није искристалисано мишљење када треба предузимати поједине мере монетарне политике. Због претходно изнетих околности је јасно да избор монетарне стратегије није скуп механичких једначина, али са искуством свакако долази и побољшање. Уколико учимо из искуства, можемо поновити и усавршити оно што добро функционише, а не понављати грешке из прошлости које произилазе унутар "trade off"-а и савремене стратегије монетарне политике.

Такође треба нагласити да актуелна монетарна стратегија у било којој економији подразумева флексибилна правила наспрам ограниченој дискрецији. Дobar део анализе има практичну потврду приликом избора оптималне стратегије монетарне политике. На основу добијених емпиријских података при анализи водећих економија у свету наш став је да се у различитим условима у којима функцишу привреде не могу користити универзална правила. Сваки период има своје специфичности и зато се напред поменута правила не могу користити као универзална. Уосталом, глобалну монетарну политику треба да прати одговарајући степен независности централне банке, што треба да представља стандард вођења монетарне политике 21. века било да је реч о развијеним економија или земљама у транзицији.

Ако сагледамо монетарну стратегију врхунске монетарне установе ЕМУ, треба нагласити да би ЕЦБ требало да усвоји симетричност инфлационог циља, омогућавајући извесна одступања, уместо формулисања апсолутног горњег плафона за инфлацију који је иначе важио од 1998. године. Дакле, у сваком случају треба унапредити дефиницију стабилности цена. Стабилност цена је показала да она заправо није довољан услов за финансијску стабилност, при чему недостатак финансијске стабилности може имати само негативне ефекте на стабилност цена. Европска централна банка (ЕЦБ) је током посматраног временског периода у својој стратегији монетарне политике већи значај придавала улози новца у односу на већину других великих централних банака у свету. Овим препознајемо знатан утицај квантитативне теорије новца и конкретно Милтона Фридмана у формулисању стратегије. Главна синтагма монетарне политике Милтона Фридмана означава цене у лику каматне стопе, а не количине, као и монетарне агрегате који су алфа и омега монетарне политике ЕЦБ-а.

Уколико пажњу усмеримо на врхунску монетарну установу САД и стратегију коју примењује Фед, треба нагласити да су њени званичници у временима финансијских криза већу тежину давали циљаној каматној стопи FED-а која је “јурила” инфлацију. Ипак, у време последње глобалне финансијске кризе камате више “не јуре” инфлацију, већ су на сцени алтернативни модели подршке финансијском систему. Оно што можемо истаћи као закључак из досадашњих праксе финансијских криза у САД јесте да се инфлација може контролисати од стране монетарне политике, али је стопа незапослености и привредног раста на дужи рок одређена пре свега немонетарним факторима. И најновије студије иду у сличном смеру сугеришући да би Федералне резерве дозволиле и инфлацију на одређено време од преко 2%, што би значајно утицало на економски раст. Са аспекта данашњих кризних услова у САД сматрамо да FOMC (Комитет за операције

на отвореном тржишту), мора вагати предности и ризике одржавања актуелне акомодативне монетарне политике за дужи период, уз признање да стил ове монетарне политике доприноси финансијској неравнотежи и нестабилности.

Уколико је реч о транзиционим економијама, треба нагласити да су присутне значајне различитости у монетарним стратегијама, као и да је њихова основна одлика да не постоји универзална монетарна стратегија која важи за све земље и која даје најбоље резултате. Разлог за то се крије у специфичним привредним околностима појединих економија. Досадашње искуство показује да су најбољи макроекономски индикатори, изражени пре свега преко остварене стопе инфлације и стопе незапослености, у периоду 2000-2012. године постигнути у транзиционим економијама које су одабрале валутне (новчане) одборе и евро, чврсти фиксни девизни курс, а тек потом следе други аранжмани монетарне политике.

Избором мете приликом таргетирање девизног курса и ИТ код транзиционих економија, а потом потпуно усвајање концепта оквира инфлационог таргетирања у некадашњим источноевропским земљама у транзицији у периоду 1999-2005. године, имали су позитивне ефекте и произвели силазни тренд инфлације. И нова искуства у примени концепта инфлационог таргетирања из претходне деценије у транзиционим економијама су показала да је мања опасност по економију уколико је мета релативно ниска инфлација, док је далеко већи ризик по привреду где су мете инфлационог таргетирања постављене високо.

Важно је истаћи да и поред врло позитивних искуства са концептом инфлационог таргетирања у претходном периоду, не постоји “најбољи” оквир монетарне стратегије за транзиционе економије. Уосталом, постоји широк спектар опција који је доступан и може да се користи у различитим околностима. Употреба фиксног девизног курса је најпогоднија за веома мале и отворене економије или економије са малим финансијским интеграцијама. Анализирана искуства кроз употребу девизног курса као номиналног сидра су се показала веома успешном уколико је реч о економијама које имају односе са великим трговинским партнерима. То је посебно погодно за земље извознице са јаким платним билансима, што може довести до нагомилавања резерви. Тиме се обезбеђује флексибилност монетарне политике, а истовремено може помоћи у спречавању разних врста шокова. Међутим, супротна искуства показују да је за већа и развијенија тржишта ипак пожељнији нешто флексибилнији курс, а оптималан је када се комбинује са активном монетарном политиком (нпр. таргетирањем инфлације). Било који аранжман, без обзира на то да

ли се ради о транзиционим или развијеним економијама, свакако треба да буде пажљиво скројен да би се избегла тзв. конфликтна политика. Ипак, стоји констатација на основу искуства тржишта у развоју-транзиционих економија, да је концепт таргетирања девизног курса друго најбоље решење после концепта инфлационог таргетирања. Истина, таргетирани девизни курс је опасан јер оставља простор за спекулативне нападе на националне валуте који имају штетне последице по њихове економије. И заиста спекулативни напади на Мексико, Источну Азију и Аргентину су проузроковали велике валутне кризе што је оставило негативне последице по њихове економије.

На основу бројних студија која су у раду представљена може се констатовати да већа независност централне банке у транзиционим економијама доводи до смањења варијабилности стопе инфлације. Резултати многобројних студија сугеришу да ће се, уколико је централна банка политички независна, постићи нижа инфлација. Као доказ за то може да послужи пример земаља некадашњег Варшавског пакта током прве деценије 21. века, које имају највишу стопу индекса независности централне банке и либерализације цена коју прате ниске инфлације. Треба истакнути да су те земље до 90-их година бележиле двоцифрене па и троцифрене инфлације. Конкретно, Чешка Република, Пољска и Словачка су у периоду 2004-2011. године оствариле инфлацију од око 2 до 3%, што је стандард високоразвијених економија и ЕУ.

Има и примера који опонирају тврдњама да са већом независношћу централних банака иде и нижа стопа инфлације. Поједини теоретичари кроз практична искуства тих економија, првенствено се мисли на земље Западне Азије, истичу правни индекс као недовољан да обухвати степен независности централне банке и то из два главна разлога:

1. кроз правни статус централне банке није могуће експлицитно навести тачне границе овлашћења централне банке и владе. Такве празнине се често попуњавају традицијом у најбољем или политиком моћи у најгорем случају;
2. у већини случајева овај закон се не поштује. Исто тако су ретке измене и допуне закона централних банака транзиционих економија, па то објашњава деценијама једнаке законске мере у некој земљи за које важи правило тзв. исламског банкарства.

Ако се узме у обзир евроизација као стратегија монетарног осамостаљивања, искуства појединих малих економија, конкретно Црне Горе, су на краatak рок била позитивна, али се сада појављују бројни негативни ефекти код остваривања позитивних макроекономских

индикатора. Уосталом, главна корист од званичне доларизације према заступницима доларизације/евроизације су да ће инфлација бити смањена. Међутим, упоређујући податке централне банке Црне Горе и еуростата 2001-2013. године, инфлација у Црној Гори је три пута већа од раста потрошачких цена ЕУ-15. Када је у питању други макроекономски параметар-стопа привредног раста нарочито у преткризним годинама светске економске кризе Црна Гора има високе стопе привредног раста. Међутим, кризни и посткризни период светске економске кризе карактерише знатно мања стопа привредног раста у Црној Гори која је много ближа тренду привредног раста ЕУ-15. Дакле, већи степен корелације је постигнут по питању стопе привредног раста него са стопом инфлације између ЕУ-15 и Црне Горе, нарочито у посткризном периоду.

Оно што је битно истаћи пратећи искуства Црне Горе евроизација није аутоматски обезбедила нивелацију домаћих цена и камата због ризика земље, ризика клијената и слично. Чињеница је да су каматне стопе банака веома различите у Црној Гори и евро зони. Ово се поклапа са констатацијом да ефекти на земљу периферију могу бити врло слаби и непредвидиви. Тако на пример мере Европске централне банке за повећање ликвидности у кризном периоду путем смањења каматних стопа и обезбеђења јефтиних кредита нису имале ефекат у Црну Гору. Након избијања економске и финансијске кризе, камате у Еурозони су достигле историјске минимуме, док су се у Црној Гори камате повећале. Ово је делимично последица унилатералне евроизације, будући да Црна Гора није део Европске монетарне уније и не полаже право на приступ кредитима Европске централне банке. Уосталом, раст каматних стопа у Црној Гори одсликава слабу ликвидност у економији и висок кредитни ризик земље ове евроизоване економије. Исто тако, доларизација може појачати фискалну дисциплину, а свежа искуства Црне Горе делимично потврђују ту тезу. Већи успех је постигнут код буџетског дефицита а мање код јавног дуга у Црној Гори. Истина, у моменту увођења евроизације буџетски дефицит у Црној Гори је износио високих 20% БДП, док 2012. године износи 3% што је Мاستрихтски критеријум ЕУ.

Током последње деценије 20. века овакав концепт доларизације је подстицао трговинске интеграције између доларизоване земље и економије сидра. Међутим, ову констатацију не потврђују искуства Црне Горе јер ова евроизована економија има значајне односе са Србијом, Босном и Херцеговином, Хрватском, и другим ЦЕФТА-а економијама, дакле економијма ван евро зоне. И на крају ефектима доларизације наводно се прекида редистрибуција богатства која настаје у периоду инфлације на рачун оних који живе од фиксних прихода. Међутим, у случају Црне Горе то није тачно јер је дошло до ишчезавања тзв. средње класе. Почетком 2014.

године по релевантним истраживањима невладиног сектора у Црној Гори половима популације живи у зони сиромаштва. Дакле, ни ова констатација није тачна. Сада са ове временске дистанце ефекти увођења евра у Црној Гори су били позитивни, али врло кратко, јер су сада превладали бројни негативни ефекти. Оно што би било лигично са дистанце ове ероизоване економије, да би требало кренути у структурне реформе привреде Црне Горе, а не само користити евро као средство плаћања у буквалном смислу речи.

Када се посматра увођење валутног одбора у пракси земаља у транзицији показало се да то није довољан аргумент за постизање стабилног привредног амбијента и раст у средњем и дугом року. Избор валутног одбора као курсни аранжман кроз праксу земље у транзицији, у неким економијама се показао као нефлексибилан аранжман монетарне политике, док је искуство других земаља супротно. Ипак, треба знати и да је већина земаља у транзицији које су прошле праксу валутних одбора тражила решења за тешке макроекономске дизбалансе и скоро увек уз асистенцију ММФ и његових аранжмана. Оно што је било карактеристично за две Балтичке економије, Естонију и Литванију, је да су се валутни одбори у овим земљама видели само као привремена мера стабилизације на путу ка ЕУ. Оно што је заједничка карактеристика за Литванију и Естонију у најновијем периоду посматрања 2004-2011. године је да ефикасност овог режима доказана кроз укупну економску стабилност која се манифестовала кроз одржив БДП, насупрот ЕУ-27 које прати нижи привредни раст. Естонија је имало нешто боље параметре поготово у области постизања стабилне инфлације изражене кроз НСПИ.

Поред позитивних лекција имали смо и негативне појаве које се могу извући из политике валутног одбора у Аргентини. Овај аранжман монетарне политике и девизног курса нису били лек за проблеме у области макроекономске политике. Истина, у почетном периоду дошло је до обарања инфлације и раст БДП у кратком року. Међутим, негативне појаве увођења аранжмана постају доминанте и то кроз: значајно погоршање социјалног статуса грађана, повећаној незапослености, неједнакостима у расподели дохотка и сиромаштво, уз истовремено смањење зарада. Режим је релативно кратко трајао у овој Латино Америчкој економији, када су домаћи и страни инвеститори потврдили да фискална политика владе Аргентине је постала неодржива. И спољни шокови су додатно уздрмали Валутни одбор у Аргентини.

Врло карактеристично позитивно искуство примене режима валутног одбора има Бугарска, исказаног кроз највише поверење од стране јавности. Ово је подразумевало апсолутну монетарну и фискалну

дисциплину. Прави ефекат имамо кроз чињеницу да је Бугарска смањила годишњу инфлацију на 1% до краја 1998. године. Најновији период примене валутног одбора у Бугарској имамо кроз позитиван ефекат смањења стопе инфлације, истина уз повећање незапослености, али с друге стране имамо годишњи фискални рачун који најближе балансира од било које друге земље према ЕУ. Дуг Бугарске је један од најнижих у Европи и он илуструје степен стабилности јавних финансија и политичку вољу да се ојача финансијска стабилност. Дакле, ова економија има врло позитивно искуство код примене овог аранжмана

И пример који је код нас изазвао доста велику пажњу је анализа примене валутног одбора у Босни и Херцеговини као бивше чланице Југославије. Босна и Херцеговина је мала и отворена економија и са концептом валутног одбора је постигла завидне резултате. Ови позитивни ефекти се манифестују првенствено у погледу континуираног привредног раста и смањења инфлације што је веома близу земљама ЕУ са најбољим инфлаторним карактеристикама и стопама привредног раста.

И на крају последњи део монографије представља врло комплексну анализу примене монетарне стратегије у Србији. Оно што се врло поуздано може закључити да монетарна стратегија Србије није дала задовољавајуће резултате. У периоду 2000-2013. године присутне велике турбуленције активних каматних стопа НБС резултат су променљивих привредних околности и стања у којем се налази привреда Србије. Актуелни двоцифрени проценти есконтних стопа, па потом референтне каматне стопе у два одвојена посматрана периода монетарне политике од 2000-2006. и 2006-2013. године, показују да је намера била да се првенствено управља инфлацијом, и то претежно путем рестриктивне монетарне политике. Са данашње временске дистанце јасно је да су сва дешавања везана за кретања активних каматних стопа у Србији одраз реалних привредних кретања и превеликог ослањања искључиво на монетарне мере НБС. Истина, евидентно је да је монетарна стратегија НБС ипак нешто бољи део макроекономске политике.

Оваква изабрана стратегија монетарне политике од 2000-2006. године преко концепта руковођеног девизног курса и од 2006-2013. године где је за номинално сидро коришћена краткорочна каматна стопа, је имала ограничен антифлаторни утицај. То доказује и остварена просечна инфлација са једноцифреним високим предзнаком од 9,26% у периоду 2002-2012. године. Дакле, борба против инфлације евидентно није била нарочито успешна. Стална варијабилност остварене инфлације која прати економску стварност Србије од почетка примене новог оквира монетарне политике 2006. све до 2013. године не иде у прилог подизању

кредибилитета наше врхунске монетарне установе. Томе у прилог иде податак да је у периоду 2007-2013. године НБС свега три пута остварила пројектовани коридор циљане инфлације изабране монетарне стратегије.

НБС је у периоду примене монетарне политике од 2000. до 2013. године углавном била фокусирана на политику високих референтних каматних стопа и условно “јаког динара”. Све ово није имало позитивне ефекте на привредни раст домаће економије и смањење незапослености. Насупрот томе стоји искуство развијених економија у најновијем периоду којима су направљени велики заокрети у вођењу монетарне политике. Уместо досадашњег фокусирања само на висину стопе инфлације, акценат се помера на стимулисање привредног раста и запослености. Ово је заправо више преформулисани концепт циљане инфлације какав данас имамо у већини централних банака водећих економија у свету. Осим тога и овај сегмент померања глобалне монетарне стратегије морамо узети у обзир, који би наша НБС евентуално уврстила као додатне циљеве у наредном периоду.

Треба да знамо да капитал и цена тог капитала изражена кроз каматну стопу треба да буде водиља просперитета тржишта, па тако и наше економије. Врло је интересантно искуство наше земље у транзиторном периоду где изразито високе камате прате долазак страних банака. За транзиторну привреду Србије каматне стопе банака су заправо цена слабе економије. Хроничан дефицит близанаца, висок јавни и спољни дуг државе, висока незапосленост, као економски миље у којем функционише банкарство Србије у континуитету се у претходном периоду финансира кредитима пословних банака. Банкарски сектор Србије у условима светске финансијске кризе 2009-2012. године, услед условне немоћи државе попуњавао је буџет државе кроз разне врсте зајмова. Захваљујући свему наведеном, омогућено је “комотније” понашање банкарског сектора Србије, што је имало за последицу да су у претходних дванаест до тринаест година каматне стопе банкарског сектора динарског и девизног типа биле ефективно изузетно високе. Овome треба додати информацију на основу извршених истраживања да кључни фактор високих каматних стопа банака у Србији јесу заправо банкарске марже, а мање премије ризика земље и скупи извори финансирања. Дакле, код нас је у протеклој деценији присутно преливање капитала из домаћег реалног у страни банкарски сектор, који је иначе доминантан на нашем тржишту.

Са сигурношћу можемо констатовати да монетарни изазови који чекају Србију ка ЕМУ нису задовољени. Као доказ неиспуњености Мастрихтских монетарних критеријума стоји анализа остварене високе инфлације у Србији, самеравана са три најбоље економије ЕУ и њиховим

ниским инфлацијама. Ту су и актуелне флукуације девизног курса у Србији које су евидентне током посматраног периода. Главна манифестација су флукуације девизног курса које одступају од дозвољених маргина као стандарда ЕМУ. И на крају код нас просечне каматне стопе на државне папире имају двоцифрен предзнак за разлику од три најбоље економије ЕУ код којих имају константно једноцифрен ниво. Отуда, испуњење Мاستрихтских монетарних критеријума конвергенције је велики изазов за Србију пре свега у области горе споменутих финансијских индикатора. Можемо закључити да без испуњења ових монетарних критеријума удаљени смо од уласка у ЕМУ више деценија.

Са ове временске дистанце можемо рећи да је актуелни девизни курс у нашој земљи пре свега одраз стања читаве економије. Немоћ монетарне политике НБС преко репо стопе и банкарског кредитирања као важних трансмисионих канала монетарне политике наглашена је управо због високе евроизације, али и услед фундаменталних неравнотежа и ендогених поремећаја у привреди Србије. Вишегодишња екстерна платнобилансна неравнотежа у Србији је пре свега резултат структурних проблема у привреди као и неодговарајуће макроекономске политике, а посебно процикличне фискалне политике током целог транзиционог периода. За нашу земљу ће у наредном периоду бити кључно вођење одговорне буџетске и фискалне политике, а пре свега политике дуга (јавног и приватног). Све ово ће утицати на смањење инфлације и агрегатне тражње, а самим тим и ризика земље по свим видовима.

Стојимо на становишту да је одабир стратегије таргетирања инфлације уз руковођени флексибилни курс, ипак најадекватније решење. Сагласно условима треба извршити структурне промене у привреди, што подразумева пореску реформу, ригорозну финансијску дисциплину, смањење потрошње на свим нивоима, спољнотрговински и фискални дефицит. Неопходно је, оживљавање домаће сада неконкурентне и недовољно оспособљене привреде, озбиљне реформе јавног сектора и свакако повећан прилив страних инвестиција. Из угла НБС изабрана стратегија таргетирања инфлације уз режим контролисаног девизног курса са редовним прилагођавањем према кретањима на девизном тржишту за сада је најбоље решење за Србију. Још једном треба нагласити да се само монетарном политиком не могу постићи резултати на дужи рок, већ само привремено и на кратак рок. Проблем НБС је у томе што инфлација “по природи није само монетарна”, већ је изазвана и повећањем пореза на промет и акциза као и разним другим трошковима исказаним кроз екстремно висок јавни и спољни дуг и др.

Дигитализација је без сумње највећа трансформација финансијског сектора у последњих неколико деценија. Кроз ову монографију смо покушали да сагледамо њен утицај на платне системе, банкарство као и монетарну политику, са посебним освртом на Србију, Црну Гору, Сједињене Америчке Државе и Европску унију. Јасно је да дигиталне иновације доносе бројне предности, од брзине и ефикасности трансакција до повећане сигурности и доступности финансијских услуга ширем кругу корисника.

Употреба дигиталних плаћања, укључујући платне картице, мобилне апликације, QR кодове и електронске новчанике, постала је стандард у развијеним економијама. Земље попут Норвешке, Шведске и Финске предњаче у усвајању безготовинских решења, мада се суочавају и са изазовима попут инклузивности и безбедности. Србија и Црна Гора бележе значајан напредак у овом домену, уз константан раст броја корисника дигиталних платних услуга. Међутим, и даље постоји простор за унапређење, нарочито кроз едукацију становништва о предностима безготовинског плаћања и развој инфраструктуре у руралним подручјима.

Онлајн банкарство је доживело експанзију, омогућавајући корисницима да све већи број банкарских операција обављају са било ког места и у било које време. Банке у Србији активно инвестирају у дигиталне платформе, пружајући иновативне услуге које задовољавају потребе савремених клијената. Појава мобилних банака, попут Yettel банке, додатно је подстакла конкуренцију и убрзала дигиталну трансформацију. Ипак, постоје изазови попут добијања пуних лиценци за међународне сервисе попут PayPal-а у Црној Гори, што успорава интеграцију у глобални дигитални финансијски екосистем.

Дигиталне платформе за продају, као што су Instagram, Shopify и Viber продавнице, пружају малим и средњим предузећима моћне алате за досезање купаца и ширење пословања. Њихова примена омогућава директну комуникацију са клијентима, ефикасну промоцију производа и једноставно управљање продајом.

На крају, криптовалуте представљају најновији талас дигиталне трансформације. Иако су још увек ограничене на ужи круг корисника, њихов потенцијал за будуће свакодневне трансакције је огроман. Србија је кроз Закон о дигиталној имовини делимично регулисала ово тржиште, омогућавајући легалну куповину и продају криптовалута. Искуства показују да је тржиште криптовалута све приступачније и да расте интересовање за њих, како као инвестицију, тако и као средство плаћања.

Упркос свим предностима, дигитализација носи и одређене ризике. Зависност од технологије, могућност сајбер-напада, проблеми са

приступачношћу за старије и мање дигитално писмене популације, као и питања приватности података, захтевају пажљив приступ и континуирано унапређење регулаторних и безбедносних оквира.

Будућност финансија недвосмислено лежи у дигиталним решењима. Континуирана едукација становништва, развој сигурне и инклузивне инфраструктуре, као и прилагођавање регулаторних оквира новим технологијама, кључни су фактори за потпуно искоришћавање потенцијала дигитализације. Србија и Црна Гора, пратећи глобалне трендове, имају прилику да се позиционирају као значајни актери у овом дигиталном добу, пружајући својим грађанима и предузећима приступ најмодернијим финансијским услугама. Успех ће зависити од способности да се искористе иновације уз очување стабилности, сигурности и праведности за све учеснике на тржишту.

ЛИТЕРАТУРА

1. Adrian Tobias and Hyun Song Shin (september 2008), *"Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy"*, Jackson Hole Economic Symposium Proceedings, Staff raport 346, Federal Reserve Bank New York, p. 287-334.
2. Aizenman Joshua, Hutchison Michael, Noy Ilan (December, 2008), *"Inflation targeting and real Exchange Rates in Emerging Markets"*, Working paper 14561, National bureau of economic research, Cambridge, p. 4.
3. Akerlof G. A., Dickens W. T. and Perry G. L., 1996, *"The Macroeconomics of Low inflation"*, Brookings Papers on Economic Activity, 1, p. 1-76.
4. Aleksandar Sokić, Fabris Nikola (25 april 2013), *"Euroization and cyclical stabilization in Monenegro: an empirical analysis"*, MPRA, Munich Personal RePEc Archive, Paper NO. 46537, p. 2 ili dostupno na adresi sajta <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/46537>, dostupno dana 20.01.2014.
5. Arestis Philip, Mihailov Alexander, 2007, *"Flexible rules cum constrained discretion: A new consensus in monetary policy"*, Working paper series, NO 13, Economic analysis Research group, University of Reading, UK, p. 15-16.
6. Arestis Philip, Mouratidis Kostas (oktober 2002), *"Is there a trade Off Between Inflation and Output-Gap in the EMU Countries Output-Gap in the EMU Countries"*, Working paper NO 359, p. 1-14.
7. Ascxinger Gerhard (march-april 2002), *"Currency Board, Dollarisation or Flexible Exchange Rates for Emerging Economies?"* Reflections on Argentina, Intereconomics, p. 112.
8. Arestis Fernando, Filho Ferrari and Paula de Fernando Luiz (march 2011), *"Inflation targeting in Brazil"*, International review of Applied Economics, Federal university of Rio Grande do Sul and CNPq, Rio de Janeiro, Brazil, p. 136 ili dostupno na adresi sajta <http://www.informaworld.com/smpp/title-content=t713426883>
9. Atanasov Yavor, Valchanov Dimitar (avgust 2011), *"Currency Board as an Exchange Rate Arrangement: The Bulgarian Experience"*, Aarhus School of Business, Aarhus University, p. 54-55.

10. Athanasios Anastasio, 2009, *"Central Bank Independence and Economic Performance"*, Cyprus Economic Policy Review, Vol. 3, No. 1, p. 130-131.
11. Бабић А., Жигман А. (вељача 2000), *"Валутне кризе: прегледи теорије и искуства 1990-тих"*, Хрватска народна банка, Загреб, стр. 13.
12. Baeriswyl Romain, 2007, *"Central Bank's Action and Communication"*, Munich Discussion Paper No. 10, Department of Economics, University of Munich, p. 1-36.
13. Baeriswyl Romain, Cornand Camille (January 2006), *"Optimal monetary policy in response to supply inflation: the impact of central bank communication"*, Munich Graduate School of Economics, p. 19.
14. Bali G. Turan, Thurston B. Thom, 2002, *"Policy effectiveness with a constant interest rate: With and without a defined monetary process"*, New York, July, p. 2.
15. Bambula Piotr, Kozinski Witold and Rubaszek Michal, 2011, *"The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy in Poland"*, Bank for International Settlements, BIS Papers, NO 57, p. 286.
16. Барјактаровић Л., 2010, *"Монетарно кредитни и девизни систем"*, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 101, 120-122.
17. Batini Nicoletta, Nelson Edward, 2002, *"The lag from monetary Policy actions to inflation: Friedman revisited"*, Discussion paper N6, External MPC, Unit, Bank of England, London, p. 13.
18. Bean C. (December 1983), *"Targeting nominal income: An appraisal"*, Economic Journal, p. 806-819.
19. Bećirović, S., Plojović, Š. & Ujkanović, E. (2010) The impact of interest on the economy, International Scientific Conference "Financial crisis", Bratislava: Slovak Statistical and Demographical Society, pp. 34-45, доступно на линку https://www.researchgate.net/publication/263542772_THE_IMPACT_OF_INTEREST_ON_THE_ECONOMY , доступно дана 15.8.2025.
20. Bećirović, S., Plojović, Š. & Ujkanović, E. (2010) Consequences of rising public debts, International Scientific Conference "Management 2010", Kruševac: Univerzitet Union, pp. 61-66, доступно на адреси сајта

https://www.researchgate.net/publication/263542929_CONSEQUENCES_OF_RISING_PUBLIC_DEBTS , доступно дана 10.8.2025.

21. Бекер Е., 2006, “Девизно-курсни аранжмани од екстрема до ‘нормале’”, *Panoeconomicus*, бр. 1, Нови Сад, стр. 37.
22. Belke Ansgar, Freutag Andreas, Keil Jonas and Schneider Friedrich, 2012, “*The credibility of Monetary Policy Announcements, Empirical evidence for OECD Countries since the 1960s*”, Deutsches Institut fur Wirtschaftsforschung, Berlin.
23. Benerjee Ruan, Stephen Cecchetti and Boris Hofmann, 2013, “*The Riksbank's Attainment of its Inflation Target over a longer Period of Time*”, *Economic Commentaries*, 4, Sveriges Riksbank.
24. Bennet T. McCallum and Edvard Nelson, 1998, “*Nominal income Targeting in an open economy Optimizing model*”, Conference of monetary policy Rules, Sveriges riksbank and Institute for international economic Studies Stockholm University, Stockholm, 12-13. June, p. 29.
25. Berg Claes, Hallsten Kerstin, Queijo Von Heideken, Virginia Sodersrom Ulf, 2013, “*Two Decades of Inflation Targeting: Main Lesons an Remaining Challenges*”, *Economic Review*, Sveriges Risk Bank N3, Special Issue, Stocholm, p. 5, 18.
26. Berger N. Alen, Black K. Lamont, Bouwman H.S. Christa, Jenifer L. Dlugosz (july 2013) “*The Federal Reserve's Discount Window and TAF Programs: “Pushing on a String?”*”, Technical report, Working Paper, p. 2., available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2429710> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2429710>
27. Bernanke Ben, 2004, “*The logic of moneta ry policy*” [also covers Taylor rules], dostupno na adresi sajta http://www.federalreserve.gov/boar_ddocs/speeches/2004/20041202/default.htm
28. Bernanke Ben, Laubach Thomas, Mishkin Frederic and Posen Adam, 1999, “*Inflation targeting: lessons from the international experience*”, Princeton University Press, chs. 1-3.
29. Bernardino Adão, Correia Isabel, Teles Pedro, 2010, “*Short and Long Interest Rate Target*”, *Review of Economic Dynamics*, Working Papers with number 680, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis, p. 1-21.

30. Blejer M, Škreb M, 1999, *"Balance of paymentst, exchange rates, and competitiveness in transition economies"*, Kluwer Academic Publishers, Massachusetts, p. 112-113.
31. Blinder et al., 2008, *"Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence"*, Journal of Economic Literature, 46(4): 910-45.
32. Board of Governors of the Federal Reserve System, Minutes of March 12 FOMC Meeting, Projection Materials, at <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>., and International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2013, Table 1.1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>. and CBO Budget and Economic Outlook, February 2013, at <http://www.cbo.gov/publication/43907>, доступно дана 18.04.2013.
33. Bodea Cristina, Raymond Hicks (November 2012), *"Price stability and central bank independence: Discipline, credibility and democratic institutions"*, p. 2, p. 24 или преузeto из интервјуа председника Бундесбанке Немачке Jens Weidmanna, Finacial times od 8. маја 2012, p. 11.
34. Bordes Christian, Clerc Laurent (march 2004), *"Price stability and the ECB's monetary policy strategy"*, Banque de France, N. 109, Paris, p. 12 или доступно на адреси сајта: www.banque-France.fr
35. Bofinger P., 1999, *"The conduct of Monetary Policy by the European central Bank"*, Briefing Paper for the Monetary Subcommittee of the European parliament, Brussels.
36. Breedon Francis, Pétursson G., Thórarinn, Rose Kandrew K., (June 2011), *"Exchange Rate Policy in Small Rich Economies"*, p. 21-22.
37. Broodus Alfred, Goofriew Marvin (novembar-decembar 1984), *"Base driftand the long run growth of M1: Experience from a decade of monetary policy"*, Economic review, p. 7.
38. Valdes O. Rodrigo (28 february 2007), *"Inflation targeting in Chile: Experience and Issues, Monetary Policy in Emerging Markets"*, organized by the Economics Department/OECD and CCBS/Bank of England Central bank of Chile, PDF verzija 38275839, a podaci za prosečno ostvarenu inflaciju 2007-2013. godine u Čileu preuzeti sa

- sajta <http://www.inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla...>,
dostupno dana 08.01.2011.
39. Vuković V., Zdravković A., 2011, *"The inflation and exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect"*, Рад је био део истраживачког пројекта број 47009 (Европске интеграције и друштвено економске промене привреде Србије на путу ка ЕУ) и броја 179015 (Изазови и перспектива структурних промена у Србији: Стратешки правци економски развој и усклађивање са захтевима ЕУ), Београд, стр. 48 или доступно на адреси сајта <http://econpapers.repec.org/bookchap/ibgcaptr/conissue-3.htm>,
dostupno dana 25.02.2014.
 40. Geerats Petra Maria, 2009, *"Trends in monetary policy transparency"*, Cesifo working paper, NO 2584, Ifo Institute-Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, p. 3, 10.
 41. Georgieva Emilia, 2012, *"The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession"*, Review of European Studies, Vol. 4, NO 5, Published by Canadian Center of Science and Education, str. 195.
 42. Gerlach Stefan and Svensson E O Lars (December 2000), *"Money and inflation in teh Euro Area: A case for monetary indicators?"*, NBER Working papers No 8025, National Bureau of Economic research, Massa chusetts Avenue, Cambridge, p. 2.
 43. Giannoni P. Mark, Woodford Michael, 2003, *"Optimal interest rate rules: A general theory"*, NBER Working Paper, No. 9419, Washington, p. 1.
 44. Giaonnoni P. Marc., Woodford Michael, 2012, *"Optimal Target Criteria for stabilization policy"*, Staff report NO 535, Federal reserve bank of New York, january, p. 1.
 45. Giusepp Diana, Papadopoulos Athanasios, Sidiropulos Moise (april 2005), *"Central bank reform and inflation Dynamics in the Transition Economies: Theory and some evidence"*, p. 15 ili
dostupno na adresi sajta: <http://repec.org/mmfc05/paper58.pdf>,
dostupno dana 10.01.2014.
 46. Giucci Ricardo, Rubia De La Cyrus (september 2012), *"The inflation targeting regime 2013-2017: Analysis and Recommendations"*,

- German Economic Team Moldova, Policy Briefing Series, PB /02/2012, Berlin, p. 24.
47. Gonzales Andreas, Franz Hamann, 2011, *"Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia"*, Desprallo Y Sociedad, Prime semestre DE 2011. PB 01, p. 66 and inflation rate ili dostupno na adresi sajta: <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?=co&v=71>, dostupno dana 31.12.2013.
 48. Goodhart Charles, 1988, *"The Evolution of Central Banks"*, MIT Press.
 49. Грбић М., Јакшић М., 2012, *"Таргетирање инфлације у функцији стабилности цена"*, Институционалне промене као детерминанта привредног развоја, Економски факултет, Крагујевац, стр. 187.
 50. Грубишић З., Фабрис Н., Галић Ј., 2011, *"Нове тенденције у монетарној политици"*, Зборник радова са Друге међународне научне конференције "Економија интеграција", Тузла, 8-9. децембра, стр. 243.
 51. Gulde Marie, Anne (September 1999), *"The role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization, Finance development"*, A quarterly magazine of the IMF, Volume 36, Number 3, Washington или доступно на линку <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/gulde.htm>, доступно 20.01.2024.
 52. Gulde Marie Anne (may 2008), 51 8, *"Minsk Exchange Rate Regimes for Transition Economies: Were Currency Boards an Efficient Choice"*, International conference May 19-20 2008., National bank of the Republic of Belarus, p. 54.
 53. Dabrowski Marek, 2001, *"The episodes of Currency crisis in Latin American and Asian Economies"*, Center for Social and Economic research, № 39, Warsaw, p. 7.
 54. David Greenlaw, James D. Hamilton, Peter Hooper and Frederic S. Mishkin (22 february 2013), *"Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy"*, paper written for "U.S. Monetary Policy Forum", a conference sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, held in New York, p. 81 или доступно на адреси sajta <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20130021a.b>, dostupno dana 07.04.2013.

55. Darvas Zsolt, Merler Silvia (oktober 2013), *"The European central bank in the age of banking union"*, Issue 13, p. 10., ili dostupno na adresi sajta <http://www.bruegal.org/publications/publication-detail/publčication/79...>, dostupno dana 21.04.2014.
56. *Двонедељни извештај са међународног финансијског извештаја* (17. јануар 2014), Сектор за финансијске операције, ЦБЦГ, Подгорица, стр. 3.
57. Devereux M., P. R. Lane and J Xu, 2006, *Exchange rates and monetary policy in emerging market economies*, The Economic Journal, Vol. 116, No 511, p. 56.
58. Dileo Petrino (January-February 2009), *"The return of Keynes?"*, International socialist review, Issue 63, подаци доступни на адреси <http://www.isreview.org/org/issues/63/feat-keynes.shtml>, доступно дана 01.04. 2012.
59. Dianu Daniel, Langu Larian, 2006, *"Inflation targeting Between Rhetoric and Reality The case of transition economies"*, Tiger, Working Paper Series, NO 96, Warsaw, p. 19.
60. *Differences in money and credit growth in the euro area and in individual euro-area countries*, (july 2013), Deutsche Bundesbank Monthly Report, Frankfurt Arn Main, p. 47-49.
61. Dotsey Michael, 2006, *"A Review of Inflation Targeting in Developed Countries"*, Business Review, Federal reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p. 4., ili dostupno na adresi sajta www.philadelphiafed.org, dostupno dana 13.02.2012.
62. Džemail Zorniћ, Šemsudin Plojović, Enis Ujkanović, BITCOIN - VALUTA BUDUĆNOSTI, Ekonomski izazovi, Godina 3, broj 5, str. 102-110, UDK: 336.744 ; 004.738.5:339, Datum prijema rada: 13.12.2013. Datum prihvatanja rada: 05.02.2014
63. Đurović Todorović J., 2007, *"Experiences with different monetary strategies"*, Facta universitatis, Facta universitatis, Economics and organization, Vol. 4, No 1, Niš, p. 32.
64. Ђуровић Тодоровић Ј., 2010, *"Монетарна економија"*, Економски факултет, Ниш, стр. 297.
65. Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, *"Монетарна стратегија"*, Економски факултет, Ниш, стр. 86, 90, 137.

66. Ђуровић Тодоровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, *"Монетарни и фискални менаџмент"*, Економски факултет, Ниш, стр. 187, 196.
67. Edwards Sebastian (January 1999), *"The Choice of Exchange Rate Regime in Developing and Middle Income Countries"*, University of Chicago Press, Chicago, *Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues* (NBER-EASE Vol. 7), p. 22, или подаци су доступни на адреси сајта: <http://www.nber.org/chapters/c861>, доступно дана 14.01.2013.
68. Eichengreen Barry, Raghuram Rajan and Eswar Prasad (October 24. 2011.), *"Central Banks Need a Bigger and Bolder Mandate"*, Financial Times, Available at <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf?frames=0>, доступно дана 28.03.2013. Esteban Pérez, Caldentey and Vernengo Matías (may 2013), *"Is inflation targeting Operative in an Open Economy Setting?"*, Political Economy Research Insitute, Working paper series number 324, University Massachusetts Amherst, p. 2.
69. Erhan Aslanoğlu, Pinar, Deni (September 2012), *"How does stabilitz in financial openness affect growth, Topics in Middle Eastern and African Economies"*, Vol. 14, Marmara University, p. 174.
70. *Есконтна стопа за 2005. годину и референтна каматна стопа за 2006. и 2008. годину*, подаци преузети из: Review on NBS Money Market Interest rates, NBS, Belgrade, 2008, стр. 15.
71. *Euro area annual inflation stable at 1,6%*, July 2013, Eurostat, the statistical office of the European Union, NO 123, Frankfurt, 16 avgust 2013, p. 1-3.
72. Eurozone Forecast, Published in collaboration with Oxford Economics, Ernst & Young Quality in Everything We Do, UK company, London, June 2013, p. 9-43.
73. Eusepi and Preston, 2010, *"Central Bank Communication and Expectations Stabilization"*, American Economic Journal: Macroeconomics, 2(3): 235-71.
74. ECB (2004) *"Monetary policy"*, European central bank, Frankfurt, p. 49.
75. Economic and social Commission for Western Asia (10 november 2011), *"Central bank independence and it's effect on inflation performance in the ESCWA Countries"*, United Nations E/ESCWA Publications, /EDGD/2011, WP 2, New York, p. 10.

76. *Economic growth in the Republic of Yemen, 2002*, A World bank Country Study, World bank, Washington, p. 13., а preuzeto po osnovu Data from the World Bank, Live Database (2001).
77. Живковић А., 1995, "Анализа ефикасности монетарне политике у Југославији", Економски факултет, Београд, стр. 70.
78. Живковић А., Комазец С., 2000, "Монетарна економија", Универзитет у Београду, Економски факултет, Београд, стр. 468.
79. Живковић А., Кожегинац Г., 2005, "Монетарна економија", Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 316, 416, 419.
80. *За 40 година више од 430 финансијских криза*, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://www.akter.co.rs/26-ekonomija/30065-za-40-godina-vie-od-430->, доступно дана 01.02.2014.
81. Zheng Liu, Spiegel M. Mark (December 3. 2012), "External Shocks and China's Monetary Policy", подаци и информације доступне на адреси сајта <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2012/el2012-36...>, доступно дана 04.01.2013.
82. Zheng Xin (July 2012), "The Determinants of Exchange Rate Regime and Impacts upon the Stability of Economy: Experiences from Australia", Journal of Accounting, Finance and Economics, Vol. 2. No. 1, p. 32 (31-48).
83. Извештај министрима финансија и гувернерима централних банака Г 20 (14 фебруар 2011), "ФСБ Макропруденцијална политика", Банкарство, број 3-4, Удружење банака Србије, стр. 116.
84. *Измена одлуке о висини есконтне стопе НБС* ("Службени гласник РС", број 31/10).
85. IMF Global Outlook, 2013, p. 2.
86. International monetary fund (january 29, 2013), "The interaction of monetary and macroprudential policies", Washington, p. 3.
87. Jamus Jerome Lim, 1998, "Optimal choice of an exchange rate regime: The case of Australia", Institute of Southeast Asian Studie, NO 102, p. 4.

88. Jacome H. and Luis I. (December 2001), *"Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America"*, IMF, Working paper, WP 01/212, Washington, p. 20-22.
89. Јовановић М., Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2000, *"Значај избора адекватног модела монетарне политике за стабилан привредни развој"*, Економске теме, број 2, Економски факултет, Ниш, стр. 137.
90. Joshua N. Feinman, Christoph Hinkelmann (June 1993), *"Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform"*, Bulletin, Federal Reserve, Washington, p. 581.
91. Jefferis Keith, 2013, *"Exchange Rate Policy and Monetary Policy Implementation"*, IGC, International Growth Centre-IGC, School of University of London, Oxford, p. 4., a na osnovu podataka IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2010.
92. Kamenik Ondra, Kumhof, Michael (August 18, 2009), *"Trade Openness and Exchange Rate Regimes"*, Research Department, Room 9-548E, International Monetary Fund, Washington, p. 2.
93. Kamil Herman (april 2008), *"Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes?"*, The Case of Colombia, IMF Working paper wp/08/88, International Monetary Fund, Washington, p. 25.
94. Kaspar H., *"The liquidity trap, monetary policy, and inflation expectations (help needed)"*, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://kantooseconomics.com/2012/02/03/the-liquidity-trap-monetary-p...> доступно дана 23. 5. 2012, стр. 1.
95. Комазец С., Ристић Ж., 2009, *"Менаџмент монетарних и јавних финансија"*, Етно стил, Београд, стр. 321.
96. Комазец С., Ристић Ж., 2012, *"Монетарна економија и банкарски менаџмент"*, Београд, стр. 302.
97. Kohli Urlic and Rich Georg, Winter 1986, *"Monetary control: The Swiss experience"*, *An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, Vol. 5, N03, Cato Institute, Massachusetts, Washington, p. 925-926.
98. Krugman Paul R., 2012, *"End this depression now!"*, New York: W.W. Norton & Co, p. 72.

99. Куртовић С., 2014, "Међународне финансије", Економски факултет, Мостар, стр. 245, а преузето по основу извештаја World Outlook, 2013, p. 17.
100. Lavigne Robert, Mendes R. Rhus, Sarker Surbata (spring 2012), "Inflation targeting: The recent international Experience", Bank of Canada Review, Bank of Canada, Ottawa, p. 17.
101. Laidler D., 2004, "Woodford and Wicksell on Interest and Prices The Place of the Pure Credit Economy in the Theory of Monetary Policy", panel discussion held at the History of Economics Society Meeting in Toronto, Toronto, June 25-28.
102. Лакић С., 2006, "Инструментаријум монетарног менаџмента", Економски факултет, Подгорица, стр. 112, 156, 168.
103. Lawrence J. Christiano, Martin Eichenbaum and Charles L. Evans (2005), "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", Journal of Political Economy, Vol. 113, no. 1, p. 42.
104. Leiderman Leonardo, Maino Rodolfo, Parrado Eric (Julio 2006), "Inflation Targeting in Dollarized Economies", Working papers NO 368, Banco Central de Chile, Peru, p. 4.
105. Lin Shu, Haichun Ye (june 2011), "The Role of Financial Development in Exchange Rate Regime Choices", Journal of International Money and Finance, Vol. 30, Issue 4, p. 1.
106. Luzzetti N. Matthew, Ohanian E. Lee (31 January 2011), "Macroeconomic paradigm shifts and Keynes' s General Theory", Available at <http://www.vox.org/article/macroeconomic-paradigm-shifts-and...>, доступно дана 26.03.2013.
107. Лучић Љ., 2006, "Монетарни трансмисиони механизам и стратегије монетарне политике", Банкарство, Удружење банака Србије, Београд, стр. 32.
108. Magud E., Nicolas E., 2010, "Currency Mismatch, Openness and Exchange Rate Regime Choice", Journal of Macroeconomics, Vol. 32, no. 1, p. 68-89.
109. Макроекономски извештај ЦБЦГ-II квартал 2013, Монетарна кретања, Подгорица, октобар 2013, стр. 43.
110. Malcolm Edey, 1997, "The Debate on Alternatives for Monetary Policy in Australia", Sidney, RBA, Sidney, p. 52.

111. Mankiw N.G., 2000, *"Macroeconomics"*, 4th Edition. New-York: Worth Publisher.
112. Marinković S., Radojičić J., 2009, *"Inflation targeting challenged by financial crisis"*, Facta universitatis, Economics and organization, Vol. 6, No 3, Niš, str. 249.
113. Marko Savić, Nikola Pavlović, Milos Milanović, Analysis of Modern Payment Systems in Serbia and Countries in the Region, Oditor, ISSN: 2217-401X, Vol. X, No. 02/2024 p. 2, 2024. Preuzeto sa <https://oditor.rs/index.php/oditor/issue/view/26/23> - str. 286
114. Nikola Kovinić, Marko Savić, Nikola Pavlović, E banking analysis during covid-19 pandemics. Ekonomski signali, Vol. 17, Br. 2, str. 180, Kosovo and Metohija Academy of Applied Studies, Leposavić, 2022. ISSN 1452-4457, E-ISSN 2560-3302, преузето са <https://esignali.edu.rs/index.php/es/article/view/36/31> str. 293
115. Nebojsa Denic, Borislav Radevic, Boris Siljkovic, 'The Role of Digital Marekting in Promotion of Wine Fromap Kosovo and Metohija', Economics of Agriculture, Year 65, No. 3, 2018, (pp. 1071-1083), Belgrade, преузето са <https://www.ea.bg.ac.rs/index.php/EA/article/view/883/768>
116. Marko Savić, Nikola Pavlović, Nikola Milanović. Savremeni sistemi transfera elektronskog novca u Srbiji, Ekonomski signali, Vol. 12, Br. 2, str. 41, Akademija strukovnih studija kosovsko metohijska, Leposavić, 2017, ISSN 1452-4457, E-ISSN 2560-3302, преузето са linka <https://esignali.edu.rs/index.php/es/article/view/109/106> str. 296
117. Marko Savić, Nikola Pavlović, Aleksandar Stanković, "Cryptocurrencies as a Form of Payment in Electronic Commerce ", Ekonomski signali, Vol. 19, Br. 1, str. 37, Kosovo and Metohija Academy of Applied Studies, Leposavić, 2024. ISSN: 1452-4457 (print) i 2560-3302 (online) , преузето са <https://esignali.edu.rs/index.php/es/article/view/281/277> str. 320
118. Marshall D., 2002, *"Origins of the use of Treasury debt in open market operations: Lessons for the present"*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1Q/2002, *Economic Perspectives*, p. 48.
119. Mayes G. David, Toporowski (Jan 2007), *"Open market operations and Financial markets"*, Routledge Taylor and Francis group, Abingdon and London, New York, p. 91.

120. Meltzer H. Allan, 1969, *"Appropriate Indicators of Monetary Policy"*, Tepper School of Business, Paper No 579, Carnegie Mellon University Research Showcase, p. 14.
121. Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике, На путу ка остварењу циљева ниске инфлације (септембар 2006), НБС, Београд.
122. Меморандум НБС о циљању (таргетирању инфлације) као монетарној стратегији (децембар 2008), НБС, Београд.
123. Mervyn King, 2005, *"Inflation targeting debate"*, National Bureau of economic research-Studies in Business Cycles, The University of Chicago Press, Vol. 32, Chicago and London, p. 11.
124. Mesečni bilten – *Ciljana i ostvarena stopa rasta M3 i stopa inflacije u periodu 1997-2001. godine u Sloveniji*, Monthly Bulletin (2002), various issues and IMAD Spring and Autumn reports, Bank of Slovenia, Ljubljana, str. 26.
125. Mehrara Mohsen, Karsakari Rezazadeh Abas, 2011, *"Asymmetric Effects of Monetary Shocks on Economic Activities: The Case of Iran"*, Journal of Money, Investment and Banking, Issue 20, p. 64.
126. Minsk Roubini, Nouriel, 1999, *"The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths About the Benefits of Currency Boards"*, Mimeo, NYU, New York: New York University-NYU-Stern School of Business, February, mimeo.
127. Mishkin S. Frederic (Winter 1982/3), *"A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics"*, NBER Reporter, p. 4-7.
128. Mishkin S. Frederic (Winter 1996/7), *"Financial Crises"*, NBER Reporter, p. 10-12, преузето са: <http://www.nber.org/reporter/winter02/mishkin.html>, доступно дана 31.12.2011.
129. Mishkin S. Frederic (november 2000), From monetary targeting to inflation targeting lessons from the industrialized countries, This paper-a product of the Financial Sector Strategy and Policy Department-was prepared for the Bank of Mexico conference *"Stabilization and Monetary Policy: The International Experience"*, Mexico City, ili dostupno, Policy research Working paper 2684, The World bank Financial sector Strategy and policy department, october 2001, Washington, p. 1.

130. Mishkin S. Frederic, 2000, "*Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli ovde?*" Panoeconomicus, Vol. 4, Novi Sad, str. 364.
131. Mishkin S. Frederic, 2006, "*Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*", Data status, Beograd, стр. 490.
132. Mishkin, S. Frederic, 2010, "*Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*", Мате, Загребачка школа економије и менаџмента, Загреб, стр. 405.
133. Mishkin F. S. and Savastano M. A., 2001, "*Monetary Policy Strategies for Latin America*", World Bank Policy Research Working Paper No. 2685, Retrieved April 15, 2010 at SSRN: преузето са сајта <http://ssrn.com/abstract=632753>, преузето дана 10.08.2012, стр. 8.
134. Mishkin S. Frederic, 2012, "*Macroeconomics policy and practice*", Adisson Wesley, Boston, p. 446.
135. Mishkin S. Frederic, 2012, "*Macroeconomics policy and practice*", Columbia University, p. 302.
136. Mongelli Paolo Francesco, Pavlidis Maria Myrto (16th may 2013) "*The single monetary policy of the ECB*", Johann Wolfgang Goethe University "The Changing European Economic and Monetary Union" MIEP and MMF -- Wilhelm Merton Center 2013 Summer Semester, p. 9.
137. *Монетарна кретања у еврозони, монетарни агрегати и главне компоненте, ECB*, podaci poreuzeti sa Statistics pocket book, oktober, Frankfurt, 2013, p. 25.
138. Morón Eduardo and Diego Winkelried, 2005, "*Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies*", Journal of Development Economics, Vol. 76, No. 1, p. 23-51.
139. Mouley Sami, Sfia M. Daly (January 2009) "*Determinants of Exchange Rate Practices in the MENA Countries: Some Further Empirical Results*", Working Paper Number 952, William Davidson Institute, University of Michigan, Michigan, p. 2.
140. Mouhamadou S. (april 2012), "*Exchange Rate Regimes, Capital Controls and the Pattern of Speculative Capital Flows*", Working paper No 15, Paris school of economics, Paris, p. 4.
141. Muhammad Arifi (spring 2011), "*Evaluating Experiences of Developing Countries Moving Towards Inflation Targeting: A Lesson*

- Learning for Pakistan*", Indus Journal of Management & Social Sciences, 5(1), p. 46.
142. McDermott John (15 March 2013), *"The role of forecasting in monetary policy"*, Reserve bank of New Zealand, Wellington, p. 1-14, Wellington, Available at <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/5185399.html>, (accessed 26 March 2013).
 143. Neuenkirch Matthias, 2013, *"Monetary policy transmission in vector autoregressions: A new approach using central bank communication"*, Journal of banking & finance, N037, p. 4284-4285.
 144. Neupauerová Marianna, Ján Vravecстр, 2007, *"Monetary strategies from the perspective of intermediate"*, Panoeconomicus, 2, Novi Sad, стр. 223.
 145. Обрадовић И., 2013, *"Инфлација у привреди Републике Србије"*, Socioeconomica, Vol. 2, N0 4, Нови Пазар, стр. 334.
 146. Obstfeld Maurice, Shambaugh C. Jaz, Tazlo M. Alan, 2007, *"Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves"*, American Economic Journal, Vol. 0 No. 0, p. 2.
 147. OIC Outlook Series (February 2012), *"Exchange Rate Regimes in OIC Member Countries"*, Ankara, p. 2.
 148. Ostojić S., Mastilo Z., 2013, *"Effects of Unofficial Euroisation in Serbia With Regards to the Inflation and Real GDP"*, Research in Applied Economics, Vol. 5, N0 4, Macrothink, Beč, p. 58.
 149. Ostry D. Jonathan, Ostry Ghosh, R. Atish Ghosh and Chamon Marcon, 2012, *Two targets, Two instruments: Monetary and Exchange rate Policies in Emerging Market Economies*, SDN/12/01, International monetary fund, Research department, Washington, February 29, p. 21.
 150. Parkin Michael, 2013, *"Central bank laws and monetary policy outcomes: A three decade perspective"*, EPRI Working Paper N1, Provided in Cooperation with: Economic Policy Research Institute (EPRI), Department of Economics, University of Western Ontario, Ontario, p. 1.
 151. Partly based on Bofinger, 2001, *Monetary Policy*, p. 259 а о томе детаљније видети: King, Mervyn (2004), *"Comments on 'Risk and uncertainty in monetary policy' by Alan Greenspan"*, AEA Annual

- Conference, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech209.pdf>
152. Paul McCulley and Zoltan Pozsar, 2012, *"Does Central Bank independence Frustrate the optimal fiscal monetary policy mix in a Liquidity Trap"*, paper to be presented at the Inaugural Meeting of the Global Interdependence Center's Society of Fellows, Banque de France, Paris, March 26, p. 1-3.
 153. Пелевић Б. (октобар 2001-март 2002), *"Појмовник режима девизних курсава"*, Економски анали бр. 151-2, Економски факултет, Београд, стр. 53.
 154. Piazzolo Marc (11 september 2013), *"Monetary Policy in the Face of the Eurocrisis How does the European Central Bank Absorb Excess Liquidity?"*, Stellenbosch University p. 4.
 155. Pierdzioch Christian (May 2002), *"Capital Mobility, Consumption Substitutability, and the Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies"*, Kiel Institute for World Economics, Kiel Working Paper No. 1110, Kiel, p. 1-24.
 156. Pierce D., Shaw D., 1974, *"Monetary economics, theories, evidence and policy"*, Butther-worths, London-Boston, p. 438-439.
 157. Plessis Du Stan and Rietveld Malan (july 2013), *"Should inflation targeting be abandoned in favour of nominal income targeting?"* Stellenbosch Economic Working papers, 12/13 Bureau For Economic Research, Universitetit Stellenbosch Universitz, p. 22.
 158. Plojovic Semsudin, Ph.D. Ujkanovic Enis, PMP, *"Attracting and Directing Foreign Direct Investments: The Example of Slovakia in EU Enlargement and how Serbia can Benefit from It"*, Slovak-Serbian EU Enlargement Fund Collection of Selected Policy Papers, Bratislava 2011, доступно на линку: https://www.researchgate.net/publication/266559044_Slovak-Serbian_EU_Enlargement_Fund_Collection_of_Selected_Policy_Papers , доступно дана 25.07.2025.
 159. Плојовић Шемсудин, Бећировић Суад, Плојовић Сенадин, Ујкановић Енис, *Расправа о решавању социјалних разлика у друштву опорезивањем целокупне имовине*, Економски изазови, Година 7 (2018) , број 13, стр. 74-83 doi: 10.5937/Ekolzazov1813074P– <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-8821/2018/2217-88211813074P.pdf>

160. Pontines Victor, 2011, *"The nexus between inflation targeting and exchange rate volatility"*, Staff paper 84, The South East Asian Central Banks (SEACEN), Research and Training Centre (The SEACEN Centre), Kuala Lumpur, Malaysia, August, p. 12-13.
161. Popov V., 2001, *"Currenc crises in Russia and other transition economies"*, MMRA_paper_28117, str. 16., dostupno na adresi sajta <http://mpira.ub-muienchen.de/28117>
162. Problems and controversies of Monetary Policy, подаци и информације доступни на: <http://www.web-books.com/eLibrary/NC/BO/B62/055MB62html>, доступно дана 23.10.2011.
163. Пројектована инфлација и вероватноће остварења пројекције, Народна банка Србије, Извештај о инфлацији-фебруар 2014, стр. 1.
164. Rajković I., Todorović I., Komazec S., Savoiu Ch., 2013, *"Explaining the dynamiccs of euroisation usung electric circuits models with empirical evidence"*, Vol. 3 (2), p. 37., a na osnovu podataka preuzetih sa sajtova nacionalnih banaka PNB, CZNB, NBS, RNB, BNB, ANB, TNB and author' calculations.
165. Reifner Udo, Renaud Clerc Sebastien, Knobloch Michael, 2010, *"Study on interest rate restrictions in the EU, Final Report"*, Project NO.ETD-2009-IM-H3-87, Institut fur Finanzdien stleistungen an Zentrum fur Europaische, Mannheim, p. 5.
166. Reichrin Lucrezia and Baldwin Richard, 2013, *"Is inflation targeting dead?Centar banking after the crisis"*, Centre for Economic Policy Research, London, p. 123-124.
167. Ристић Ж., Живковић А., 1998, *"Финансијска макроекономија"*, Београд, стр. 201.
168. Roger A. Arnold, 2008, *"Economics"*, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, стр. 314.
169. Roger Scott, 2010, *"Inflation targeting turns 20"*, Volume 47, Number 1, International monetary fund, Washington, March, p. 49.
170. Roubilni N., 1998, *"The Case Against Currency Board: Debunking 10Muths about the Benefitsop Currency Boards"*, SternSchool of Bussiness, New York University, podaci i informacije dostupni na adresi sajta <http://>

- home.aubg.bg/faculty/ssullivan/intfin/tenmyths.html, доступно дана 25.5.2013.
171. Rudebusch and Williams, 2008, *"Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections"*, in Campbell, John, ed. *Asset Prices and Monetary Policy*, Chicago, IL: The University of Chicago Press.
 172. Safet, Kurtović., Boris Siljković., Nebojša, Denić., Dalibor, Petković., Svetlana, Sokolov, Mladenović., Igor, Mladenović., Miloš, Milovanović. Exchange rate pass-through and Southeast European economies, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, ScienceDirect, Volume 503, 1 August 2018, Pages 400-409, Preuzeto sa <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378437118303133> доступно дана 25.08.2025.
 173. Sarwat Jahan (28. March 2012), *"Inflation targeting: Holding the line, International monetary fund"*, преузето са сајта <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, доступно дана 11.03.2012.
 174. Svensson L., 1997, *"Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets"*, *European Economic Review* 41, 1111-1146. <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/intermt.pdf>
 175. Свенсон (1997, 2005), *"Предности формулисања политике у погледу циљаних критеријума, него експлицитног инструмента владавине"*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
 176. Svensson L., 2003, *"Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others"*, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (Fall), p. 145-166.
 177. Svensson Lars E.O., 2009, *"Flexible inflation targeting-lessons from the financial crisis"*, speech at BIS, 21 September, или доступно на адреси сајта <http://www.bis.org/review/r090923d.pdf>, доступно дана 24.12.2012.
 178. Svensson Lars E.O., 2010, *"Inflation Targeting and Financial Stability. policy lecture at the CEPR/ESI"* 14th Annual Conference on "How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?", hosted by the Central Bank of Turkey, Izmir, October 28, 2010.

179. Svensson Lars E.O., 2010, *"Inflation targeting"*, NBER Working paper, Working paper 11654, National bureau of economic research Cambridge, December, p. 57-60; преузето са <http://www.nber.org/papers/w16654>, доступно дана 12.09.2011.
180. Svensson Lars E.O. (29 November 2011), *"Monetary policy after the crisis"*, Speech by Mr Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the conference "Asia's role in the post-crisis global economy", Federal Reserve Bank of San Francisco, Sana Francisko, p. 3, Available at <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf?frames=0>, доступно дана 28.03.2013.
181. Sellon H. Gordon (april 1982), *"Monetary targets and inflation: The Canadian Experience"*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 18.
182. Solanes Garcia, Jose Flores, Torrejon Fernando, (may 2009), *"Inflation Targeting Works Well in Latin America"*, PDECO 2008/02, Universidad Catolica De San Antonio, Murcia, p. 6.
183. Sprinkel W. Beryl (Fall, 1986), *"Monetary policy and the busieness Cycle"*, Cato yournal, Vol. 6, No 2, Cato institute, Massachusetts, Washington, p. 365.
184. Spyromitros Eleftherios, Tuysuz Sukriye (April 2012), *"Do Monetary Policy Transparency, Independence and Credibility Enhance Macro-Financial Stability?"*, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 4, Published by Canadian Center of Science and Education, p. 47.
185. Станић М., 2012, *"Достигнути ниво и економске претпоставке БиХ-а за чланство у ЕУ"*, Међународни научни скуп: Квалитет пут у Европу, Универзитет Синергија, Бјељина стр. 18-20.
186. Stark Jürgen, 2009, *"Monetary Policy Before, During and After the Financial Crisis"*, speech at the University of Tübingen, 9 November, Available <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091109.en.html>, доступно дана 31.03.2013.
187. Stevens Glenn (december quarter 2012), Challenges for Central Banking, Bulletin Enqurlies, Reserve bank of Australia, p. 74.
188. Stephen A. O'Connell, Benjamin O. Maturu, Francis M. Mwega, Njuguna S. Ndung'u and Rose W. Ngug (April 29, 2010), *"Capital Mobility, Monetary Policy, and Exchange Rate Management in*

- Kenya*", Chapter 8 appears in Adam, Collier and Ngung'u, eds, Kenya: Policies for Prosperity (Oxford: Oxford University Press), p. 5.
189. Сиљковић, Борис., Денић Небојша, Назнаке процеса дедоларизације у свету - кроз посебан осврт на економије БРИКС-а, Баштина, Институт за српску културу, Приштина-Лепосавић, 2024, бр. 63, стр. 275-289, Преузето са <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/0353-9008/2024/0353-90082463275S.pdf>
 190. Сиљковић. Борис., Дедовић Недељка, Бећир Калач Економско финансијска парадигма привреда БРИКСА(БРИКС-А плус) са освртом на развијене економије Г7, Економски изазови, Универзитет у Новом Пазару, Департман за економију и рачунарске науке, Нови Пазар, Година 13 (2024), бр.26, ст.52-72., Преузето са <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-8821/2024/2217-88212426052S.pdf>
 191. Сиљковић Борис, Дедовић Недељка, Дедовић Михаило, Тест за монетарне мере Америчке централне банке (ФЕД-а) –искуства и поуке у доба коронавирусне кризе, Економски сигнали, Лепосавић, Висока економска школа струковних студија Пећ у Лепосавићу, 2020, 15(1)', стр. 107 -122, Преузето са <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/1452-4457/2020/1452-44572001107S.pdf>
 192. Suad Bećirović, Šemsudin Plojović, Enis Ujkanović, Mobile Network Operators as Banks –Opportunities and Threats, TEM Journal. Volume 6, Issue 3, Pages 618-628, ISSN 2217-8309, DOI: 10.18421/TEM63-26, August 2017, Преузето са линка https://www.researchgate.net/publication/319502960_Mobile_Network_Operators_as_Banks_-_Opportunities_and_Threats доступно дана 16.07.2025
 193. Sumner Scott, "Re-Targeting the Fed, National Affairs", From Issue number-fall 2011, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/re-targeting-the-fed>, доступно дана 22.12.2012.
 194. Sumner Scott, 2011, "Targeting nominal GDP", Available at <http://columbiaeconreview.com/index.php/en/vi-ewissuesonline/80-fall2011/74-targetinggdp>, (accessed 13 February 2013).

195. Sheng Nan, 2011, *"Evaluating monetary policy rules under financial frictions: A poole analysis"*, European Economic Association & Econometric Society, Parallel Meetings 25-29. August, Oslo, p. 6.
196. Sherwin Murray (20 October 2000), *"Institutional frameworks for inflation targeting"*, To Bank of Thailand Syposium, Reserve bank of New Zeland, преузето са: <http://www.rbnz.govt.nz/index.html>, доступно дана 20.10.2012.
197. Scott Sumner, *"Targeting nominal GDP, Columbia Economics Review"*, преузето са сајта http://columbiaeconreview.com/index.php/en/viewissuesonline/80_fal..., доступно дана 13.06.2012.
198. Schoenmaker Dirk, 2011, *"The financial trilemma"*, Economics Letters, No 111, p. 57.
199. Schuler Kurt, Bob Keleher's market price approach to monetary policy, (June 5th, 2012), преузето са сајта <http://www.freebanking.org/2012/06/05/bob-kelehers-market-price-ap...>, доступно дана 06.06.2012.
200. Szpunap Piotr, JPruski Jerzy (December 2008), *"Capital flows and their implications for monetary and financial stability: the experience of Poland"*, BIS Papers, Bank for International Settlements, number 44, p. 403-404.
201. Takatoshi Ito (February 2010), *"Great Inflation and Central Bank Independence in Japan"*, NBER Working Paper No. 15726, National Bureay of economic research, Massachusetts, Cambridge, p. 1-47.
202. Takehiro Sato (february 6, 2013) *"Recent Developments in Economic Activity, Prices, and Monetary Policy"*, Speech at a Meeting with Business Leaders in Gunma, Bank of Japan, Tokio, p. 22.
203. Takim Abdullah, 2011, *"Evaluation of Empirical Findings Measuring the Effectiveness of Monetary Transmission Mechanism in Turkey"*, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61, EuroJournals Publishing, p. 86.
204. Тасић С., *"Тржишно решење: инфлација, замка ликвидности, микро и макро"*, 28. август 2011, подаци и информације доступни на адреси сајта <https://trzisnoresenje.blogspot.com/2011/08/inflacija-zamka-likvidnosti-mikro-i.html>, Београд, доступно дана 12.08.2025.

205. Tobin J. Brainard, 1963, *"Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls"*, American economic Review, 53(2), p. 383-400.
206. Truman M. Edwin, 2005, *"Inflation targeting in the world economy"*, Book Reviews, Indian Edition, Viva Books Private Limited, New Delhi, p. 428.
207. The Federal Resrve's exit strategy: How will it unfold (jun 13, 2013), TD Economics на основу података Борда Федералних резерви или доступно на адреси сајта www.td.com/economics, доступно дана 18.07.2013., p. 1-3.
208. UN/DESA, based on OECD Main Economic Indicator, Eurostat and individual national sources and Baseline scenario, based in Part in Project link and the UN/DESA World Economic Forecasting model.
209. UN/DESA, based on IMF, International Financial Statistics.
210. UN /DESA, based on data of the United Nations Statistics Divison and individual national sources.
211. Uselton G., 1974., *"Lags in Effects of monetary policy"*, Marcel Dekker, p. 1-2.
212. Фабрис Никола, 2004, *"Економска политика у доларизованим економијама са посебним освртом на Црну Гору"*, Радна студија 1, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 30.
213. Фабрис Н., 2006, *"Еуризација као инструмент монетарне политике Србије"*, Економски анали, бр. 168, Економски факултет, Београд, стр. 21.
214. Fabris N., 2006, *"Inflation Targeting With Special Review on Appliction in Serbia"*, Panoeconomicus, Novi Sad, No 4, p. 390.
215. Фабрис Н., 2007, *"Евроизација у Црној Гори-предности, недостаци и ограничења"*, Квартални монитор, бр. 11, Фонд за развој економске науке, Београд, октобар-децембар, стр. 88.
216. Фабрис Н., Галић Ј., 2010, *"Ка новој монетарној парадигми: Да ли ће финансијска стабилност постати преовлађујући циљ монетарне политике"*, Економска политика Србије у 2010. години, ка новом моделу макроекономске стабилности, Научно друштво економиста са академијом економских наука и Економски факултет Београд, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 15.

217. Fatas Antonio, Mihov Ilija, 2012, "*Fiskal Policy as a stabilization tool, The B.E. Journal of macroeconomics*", Special issue: Long term effects of the great recession, Vol. 12, Issue 3, p. 1-68.
218. Faust and Svensson, 2001, "*Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable*", Goals. International Economic Review, 42(2): 369-97.
219. Fahr Stephan, Motto Roberto, Rostagno Massimo, Smets Frank and Tristan Oreste (may 2011), "*A monetary policy strategy in good and bad times, Lessons from the recent past*", Working paper series NO 1336, European central bank, Frankfurt an Main, This paper can be downloaded without charge from <http://www.ecb.europa.eu> or from the Social Science Research Network electronic library at http://ssrn.com/abstract_id=1814928
220. Frankel Jeffrey (31.05.2012), "*How inflation targeting met its demise*", преузето са сајта <http://www.bangkokpost.com/opinion/opinion/295849/how-inflation>, доступно дана 12.06.2012.
221. Freedman B., 2003, "*Central Banking, Monetary Theory and Practice*", Edward Elgar, p. 120.
222. Frenkel Jeff (december 19, 2012), "*Central banks Can Phase in NGDP Targets without Damaging the inflation Anchor*", Economist's View: Monetary policy, подаци и информације доступни на адреси сајта http://—economistsview.typepad.com-economistsview-monetary_policy, доступно дана 25.12.2012.
223. Friedman M., 1973, "*Teorija novca i monetarna politika*", Rad, Beograd, str. 262.
224. Fung Sanchez R. Jose, 2007, "*Inflation targeting and monetary analysis in Chile and Mexico*", Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences, Volume 1, Issue 3, Kingston University London, p.44 and <http://www.inflation.eu/eu/inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla.>, dostupno dana 07.01.2014.
225. Фуртула С., Марковић Д., 2010, "*Монетарни систем Европске уније*", Економски факултет, Крагујевац, 2010, стр. 140.
226. Havráne Tomáš, Rusnák Marek (apr. 2013), "*Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis*", Economic Research Bulletin, Vol. 11, NO 1, p. 15.

227. Hagen Von Jurgen, 1989, *"Monetary targeting with exchange rate constraints: The Bundesbank in the 1980s"*, Review, Federal reserve bank of St. Louis, St. Louis, September-October, p. 54.
228. Haddad Mona, Jerome Lim, Jamus Pancaro Casimo, Slaborowski Christian (November 2012), *"Trade oppenes reduces growth voalatility when countries are well diversified"*, Working paper series Ho 1491, European central bank, Frankfurt am Main, p. 17.
229. Haiss R. Peter and Raiener Wolfgang, 2009, *"Credit Euroizatio in CESEE: The "Foreign Funds"*, Channel at Work, The Seventeenth Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank, Dubrovnik, p. 6.
230. Hamilton D. James (mar 13, 2013), *"I' m More Worried than Krugman About the U.S. Debt Burden"*, Wall Street Pit, доступно на адреси сајта <http://wallstreetpit.com/99154-im-more-worried-than-krugman-abou...>, доступно дана 25.03.2013.
231. Hammond Gill, 2011, *"State of the art of inflation targeting-2011"*, Centre for Central Banking studies, Handbook, No 29, Bank of England, London, p. 6.
232. Hammond Gill (february 2012), *"State of the art of inflation targeting"*, Centre for Central banking studies CCBS Handbook, NO 29, Bank of England, London, p. 16.
233. Hielcher Kai, Markwardt Gunther (march 2011), *"The role of Political institutions for the effectiveness of Central Bank independence"*, CES info Working Papers, NO 3396, p. 3.
234. Herrero Alicia Garcia, Girardin Eric (January 2013), *"China's monetary policy communication: Money markets not only listen, they also understand"*, HKIMR, Working paper NO 2, Hong Kong Institute for monetary reserach, Hong Kong, p. 1.
235. Хинић Б., фебруар 2014, *"Говор на презентацију Извештаја о инфлацији"*, фебруар 2014, Народна банка Србије, Београд, стр. 1-6.
236. Hyunduk Suh (November 9, 2012), *Macroprudential Policy: Its Effects and Relationship to Monetary Policy*, Working paper 12-28, Research department Federal Reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p. 1.

237. Cagan P., Gandolfi A., 1969, *"The Lag in Monetary Policy As Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates"*, American Economic Review, p. 27.
238. Calvo G., Vegh C., 1992, *"Currency Substitution in developing Countries"*, Washington, Dc: International Monetary Fund, Working paper 92/40, p. 41.
239. Cargili F. Thomas, 1988, *"The transition finance in Japan and the United States"*, Hoover Institution, Stanford University, p. 139.
240. Carlos Carvalho (December 2006), *"Heterogeneity in Price Stickiness and the Real Effects of Monetary Shocks"*, Frontiers in Macroeconomics, Vol. 6, Issue 1, p. 1-34.
241. Carlos Carvalho, Fernanda Nechio, 2012, *"Do People Understand Monetary Policy?"*, Federal reserve bank of San Francisco, Working paper series 2012-01, p. 2 или на адреси сајта <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2012/wp12-01bk.pdf>, доступно дана 31.10.2012.
242. Carmignani Fabrizio, Colombo Emilio, Tirell Patrizio (November 2008), *"Exploring different views of exchange rate regime choice"*, Journal of International Money and Finance, Vol. 27, p. 1-43.
243. Carney Mark (February 24, 2012), *"NGDP Targeting News Roundup"*, преузето са сајта <http://macromarketmusings.blogspot.com/2012/02/ngdp-targeting-news...>, доступно дана 14.06.2012.
244. CIA, 1999., U.S. Central Intelligence Agency, CIA World Factbook ili dostupno na adresi sajta <http://www.odci.gov/cia/publications/factbook/index.htm>, dostupno dana 07.01.2014.
245. Claudiu Tiberiu Albuлесcu (21. february 2008), *"Central Bank or Single Financial Supervision Authority: The Romanian Case"*, MPRA Paper No. 17225, Muenchen, p. 4 или доступно на адреси сајта <http://mbr.ub.uni-muenchen.de/17225>
246. Coibion Olivier, 2011, *"Why are target interest rate changes so persistent?"*, NBER Working paper serise 16707, National Bureau of economic research, Washington, p. 1.

247. Corbo Vittorio, Hebbel Schmidt Klaus (setiembre 2001), *"Inflation targeting in Latin America"*, NO 105, Banco Central de Chile, Santjago De Chile, str. 53.
248. Crockett A., 1979, *"Money-Theory, Policy and Institutions"*, Second Edition, London-New York: Nelson & Sons Ltd, p. 74-75.
249. Cukierman A, S. Webb and B. Neyapti (septembar 1992.), *"Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes"*, World Bank Economic Review 6, p. 353-398.
250. Cukierman Alex, 2007, *"Nezavisnost centralne banke i institucije monetarne politike: Prošlost, sadašnjost i budućnost"*, Panoeconomicus, Novi Sad, str. 367-395.
251. Cúrdia Vasco and Woodford Michael (July 2010), *"The central bank balance Sheet as an instrument of monetary policy"*, Staff Report NO 463, Federal reserve bank of New York, p. 1-82.
252. Chang Chun, Zheng Liu, Spiegel M. Mark (February 2013), *"Capital controls and optimal Chinese Monetary policy"*, Working paper 2012-13, Federal reserve bank of San Francisco, San Francisco, p. 25.
253. Changing target, (August 27th 2011), preuzeto sa sajta The economist, <https://www.economist.com/finance-and-economics/2011/08/27/changing-target>, dostupno dana 13.08.2025.
254. Charles R Bean, 2009, *"The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction"*, Schumpeter Lecture, Barcelona, 25 August, Available at www.bankofengland.co.uk
255. Qvigstad F. Jan, 2006, *"When does and interest rate path 'look good'?"*, Criteria for an Appropriate future interest rate path, Norges bank, Working paper series 5/06, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian School of Management, Oslo, p. 2.
256. Qvigstad F. Jan, 2013, *"Monetary policy committees and communication"*, Staf Memo, N2, Norges bank, p. 8.
257. Walsh E. Carl (September 2011), *"The future of inflation targeting"*, The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, p. 23.
258. Walsh E. Carl, 2011, *"The future of inflation targeting"*, The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, September, p. 34.

259. Weber A. Axel, 2011, *"Challenges for monetary policy in the European monetary Union"*, This article was originally presented as the Homer Jones Memorial Lecture, organized by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 93(4), July/August 2011, p. 236.
260. Weeks John, 2013, *"Open Economy Monetary Policy Reconsidered"*, Forthcoming in the Review of Political Economy, Issue 1, SOAS, University of London, UK, p. 16.
261. Wen-ya Chang, Hsueh-fang Tsa, 2009, *"Capital Mobility, Interest Rate Rules, and Equilibrium Indeterminacy in a Small Open Economy"*, Department and Graduate Institute of Economics, Fu-Jen Catholic University.
262. World Economic and financial Surveys (october 2012), *"World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth"*, International monetary fund, Washington, стр. 146 или доступно на адреси сајта publications@imf.org или www.infbookstore.org или www.elibrary.inf.org, доступно дана 05.06.2013.
263. Woodford, M., 2005, *"Central Bank Communication and Policy Effectiveness"*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, 399-474.
264. What is monetary policy, подаци и информације доступни на: <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=26610>, Sveriges Riksbank/ Riksbanken, доступно дана 09.10.2011.
265. Wyplosz C., 2001, *"Do we Know How Low Should Inflation be?"*, In A. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan and B. Winkler, *Why price stability?*, First ECB Central banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main p. 15-33.

Интернет извори:

1. www.nbs.rs
2. <http://research.stlouisfed.org>
3. <http://federalreserve.gov/releases/H3/20010830/> and <http://federalreserve.gov/releases/H6/20010830/>, доступно дана 20.05.2010.
4. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/yieldmethod.aspx>, доступно дана 20.02.2013.

5. <http://cnb.ro/inflationtargets3241.aspx>, доступно дана 21.02.2013.
6. <http://statista.com/graphic/1/188165/annual-gdpgrowthinflation-rate-of-the-united-states-since-1990-2012>, доступно дана 05.05.2013.
7. <http://www.rba.gov.au/education/monetary-policy.html>, доступно дана 06.06.2013.
8. <http://ec.europa.eu/eurostat>, доступно дана 13.06.2013.
9. http://twitter.com/#!/EU_Eurostat, доступно дана 14.10.2013.
10. http://www.e_forecasting.com/Estore.htm, доступно дана 17.11.2013.
11. <http://www.forecast-chart.com/forecast-inflation-rate.html>, and http://fedprimerate.com/wall_street_journal_prime_rate_history.html, доступно дана 28.12.2013.
12. http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm, доступно дана 29.12.2013.
13. <http://www.forex.investingvue.com/showthreead.php?t=42447>, доступно дана 31.12.2013.
14. <http://bnr.ro/inflation-targets-3241.aspx>, доступно дана 02.01.2014. године, подаци за остварену инфлацију преузети са сајта <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ro&w=71>, доступно дана 02.01.2014. и подаци о расту БДП и стопе незапослености преузети са сајта <http://countryeconomy.com/countries/compareRomania//Poland/Portugal/France/Finland//France/Finland>, доступно дана 01.01.2014.
15. http://www.cnb.cz/en/faq/how_has_the_cnb_two_week_repo_rate_ch, доступно дана 06.01.2014.
16. http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/forecast/, доступно дана 06.01.2014.
17. <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=qa&w=71>, доступно дана 10.01.2014.
18. http://www.nowandfutures.com/us_argentina.html, доступно дана 13.01.2014.

19. <http://www.cato.org/publications.comentarz/Bulgaria-fifteen-years-later>, доступно дана 16.01.2014.
20. <http://www.tradingeconomics.com/bosnia-and-hercegovina/gdp-growt...>, доступно дана 20.01.2014.
21. <http://www.iie.com/publications/testimony/testimony.cfm?ResearchId=343>, доступно дана 20.01.2014.
22. <http://www.tradingeconomics.com/montenegro/inflation-cpi>, доступно дана 23.01.2014.
23. <http://www.portalanalitika.me/ekonomija/tema/86866-crnogorski-ilyay>, доступно дана 26.01.2014.
24. <http://glassrbije.org/privreda/slobodna-trgovina-sa-zemljama-cefta-i-efta>, доступно дана 27.01.2014.
25. <http://www.bankar.me-2012-08-05-strana-ulaganja-manja-383-budzets...>, доступно дана 31.01.2014.
26. <http://katalaksija.co/2013/04/05/fiksni-kurs-ya-dinar/...>, доступно дана 18.02.2014
27. <http://www.federalreserve.gov/apps/reportforms/default.aspx>, dostupno dana 22.02.2014.
28. <http://www.nbs.co.bif.rs/2013/02/nbs-nastavak-rasta-medugodisnje-inflacije-i-talas-novih-poskupljenja>, доступно дана 26.02.2014.
29. <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014.
30. <http://www.euractiv.rs/energetika/5010-regulisane-cene-u-dve-od-tri-l...>, доступно дана 06.03.2014.
31. http://www.rpk-subotica.org.rs/detaljnije_401_inflacija-u-2013-godini, доступно дана 06.03.2014.
32. <http://tradingeconomics.com-new-unemploment-rate>, доступно дана 08.03.2014.
33. <http://www.makroekonomia.org/0-sasa-milojevic/inflacija-i-spin/>, доступно дана 12.03.2014.
34. <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/drag-kam-2.jpg>, доступно дана 12.03.2014. и подаци за стопу инфлације преузети са сајта:

- <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014.
35. http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/, доступно дана 17.03.2014.
36. http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/30_4_1_5.html, доступно дана 18.03.2014.
37. www.radmilovicstanko.com/samo-o-ekonomiji-srbije/96-inflaci..., доступно дана 24.03.2014. године и подаци о расту БДП у Србији је преузет са сајта <http://bif.rs/2014/02/da-li-je-privatizacija-glavni-krivac-za-gubitak-ra..>, доступно дана 24.03.2014.
38. <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>, доступно дана 25.03.2014.
39. <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>, доступно дана 25.03.2014.
40. <http://www.naslovi.net/2013-12-04/dnevnik/jos-dugo-ce-nas-muciti-v...>, доступно дана 29.03.2014.
41. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, доступно дана 03.04.2014.
42. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, доступно дана 21.04.2014.
43. <http://www.investing.com/analysis/de-unemployment-will-germany-a...>, доступно дана 22.04.2014.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд
338.23:336.74(1-773/.775)
336.747.5:004.9

СИЉКОВИЋ, Борис, 1969-

Еволуција монетарних стратегија у развијеним и економијама у транзицији кроз посебан осврт на актуелне трендове бесконтактног начина плаћања / Борис Сиљковић, Енис Ујкановић, Никола Павловић. - Нови Пазар : Универзитет, 2025 (Краљево : Графицолор). - 393 стр. : граф. прикази, табеле ; 25 cm

Тираж 100. - Библиографија: стр. 364-393.

ISBN 978-86-83074-21-1

1. Ујкановић, Енис, 1983- [autor] 2. Павловић, Никола, 1978- [autor]
а) Безготовинско плаћање -- Дигиталне технологије б) Монетарна политика -- Земље у транзицији в) Монетарна политика -- Развијене земље

COBISS.SR-ID 183403017