

**МИНИСТАРСТВО ОДБРАНЕ
УНИВЕРЗИТЕТ ОДБРАНЕ
ВОЈНА АКАДЕМИЈА**



М А С Т Е Р Р А Д

**Компаративна анализа монетарне политике Европске
централне банке и Народне банке Србије**

Студент:
Драгана Стоиљковић Николић

Ментор:
војни службеник
ванр. проф. др Милена Кнежевић

Београд, 2026. година

Садржај

Увод.....	3
Предмет истраживања.....	6
Значај истраживања.....	6
Циљеви истраживања.....	7
Хипотезе и методе истраживања.....	8
Очекујући допринос.....	9
1. Централно банкарство.....	11
1.1. Функције и циљеви централне банке.....	13
1.2. Власничка структура, организација и руководећа тела централне банке.....	15
1.3. Обележја независности централне банке.....	17
2. Европска централна банка.....	21
2.1. Структура и функционисање.....	22
2.2. Циљеви и стратегије монетарне политике.....	25
2.3. Инструменти монетарног регулисања.....	39
2.4. Механизми трансмисије монетарне политике.....	43
3. Народна банка Србије.....	48
3.1. Структура и функционисање.....	49
3.2. Циљеви и стратегије монетарне политике.....	51
3.3. Инструменти монетарног регулисања.....	59
3.4. Референтна каматна стопа.....	62
3.5. Механизми трансмисије монетарне политике.....	71
4. Компаративна анализа Европске централне банке и Народне банке Србије.....	78
4.1. Хармонизација монетарне политике Народне банке Србије са монетарном политиком Европске централне банке.....	79
4.2. Перспективе прикључења Народне банке Србије Европској монетарној унији.....	83
Закључак.....	86
Литература.....	88

Увод

Стратешки циљ и приоритет Републике Србије представља прикључење Европској унији, као и касније придруживање Европској монетарној унији, када за то буду испуњени сви неопходни услови. Међутим, пут ка овом циљу није једноставан и захтева да земља испуни бројне формалне и суштинске услове, који су дефинисани као критеријуми конвергенције у складу са Мастрихтским уговором. Да би Србија могла да оствари овај стратешки циљ, неопходно је да заврши комплексне и свеобухватне реформе у привредном и финансијском систему, које ће обезбедити одрживу макроекономску стабилност. Ова стабилност је кључна, јер дугорочна макроекономска стабилизација директно утиче на повећање монетарног суверенитета земље, као и на подизање кредибилитета у спровођењу монетарне политике и њених инструмената, што је од пресудне важности за интеграцију у европске економске токове.

Процес приближавања Европској унији, као и будуће укључивање у Европску монетарну унију, неће бити нимало лак и лако остварив. Србија, слично као и друге земље Централне и Источне Европе, у прошлости је имала озбиљних макроекономских изазова и проблема, који укључују високу и нестабилну инфлацију, хроничну незапосленост, флукуације девизног курса и релативно ниску стопу привредног раста. На овом сложеном путу, Србија може да црпи значајна искуства и поуке из праксе других земаља чланица ЕУ, што ће донекле олакшати доношење одлука у погледу спровођења неопходних реформи. Искористити туђе искуство омогућава препознавање потенцијалних проблема пре њиховог настанка, проналажење начина како их избегнути и идентификовање најбржих и најефикаснијих решења која су претходне земље користиле, како би се минимизирали ризици од грешака и како би се оптимално водила земља на путу ка Европској монетарној унији.

Овај рад анализира у којој мери је монетарна политика коју спроводи Народна банка Србије усаглашена са монетарном политиком Европске централне банке и принципима које примењује Европска монетарна унија. У оквиру процеса придруживања ЕУ, Србија ће морати да изврши бројне измене у свом привредном систему, укључујући хармонизацију монетарне политике и банкарског сектора са стандардима ЕУ, као и усаглашавање правног и регулаторног оквира. Рад посебно истражује и искуство Србије у примени монетарне политике, са посебним акцентом на поређење са искуством Европске уније и њеним механизмима монетарне стабилности.

Прва глава рада, која носи назив „Централно банкарство“, фокусира се првенствено на развој банкарског сектора и улогу централне банке у националном економском систему. Приказан је еволутивни развој савремених централних банака, као и разлози њиховог постојања и значај њиховог деловања у савременој економији. У првом делу ове целине дат је детаљан преглед традиционалних функција и циљева централних банака, показујући да су ти циљеви међусобно условљени и комплементарни, тако да остварење једног циља истовремено доприноси и реализацији других постављених циљева. У наредном делу рада представљена су решења у погледу власничке структуре централне монетарне институције, организације управљања, руководећих тела и њихових надлежности. Последњи део ове целине објашњава концепте независности, транспарентности и одговорности централне банке у процесу вођења монетарне политике, наглашавајући значај ових принципа за ефективно функционисање монетарне институције у савременим економским условима.

Друга глава рада носи назив „Европска централна банка“ и приказује дејство сложеног Европског система централних банака, као и његову улогу као координатора између Европске централне банке и националних централних банака држава чланица Европске уније. Први део ове целине бави се Европском централном банком као институцијом која је задужена за формулисање и имплементацију монетарне политике у државама чланицама Европске монетарне уније, уз детаљан приказ њеног институционалног и организационог аспекта. Наредни део, поред циљева монетарне политике, објашњава стратегију коју Европска централна банка примењује у спровођењу своје политике, која се заснива на комбинацији различитих инструмената са основним циљем очувања стабилности цена. Стратегија Европске централне банке почива на два стуба – економској и монетарној анализи – уз графичке приказе кретања инфлације у Еврозони и стопе раста монетарног агрегата М3. Трећи део ове целине посвећен је детаљном приказу инструмената монетарне политике, који су разрађени појединачно – од операција на отвореном тржишту, преко сталних олакшица, до обавезне резерве. Последњи део ове целине анализира трансмисиони механизам монетарне политике и његове канале деловања, јер идентификација најзначајнијих канала кроз које дејство монетарне политике утиче на реалну економију представља један од централних макроекономских проблема и питања од кључне важности.

Трећа глава овог рада, која носи назив „Народна банка Србије“, посвећена је детаљној и свеобухватној анализи рада саме Народне банке Србије (НБС). У оквиру ове главе извршена је анализа актуелне монетарне политике коју НБС спроводи, али пре него

што се пређе на ту тему, рад пружа кратак и сажет историјски осврт на развој и еволуцију ове институције кроз време. Историјски контекст омогућава боље разумевање садашњих функција, надлежности и улоге НБС у домаћем економском систему. У првом делу ове главе фокус је стављен на структуру и организацију саме банке. Овде се разматрају основни органи НБС, њихова унутрашња организација, надлежности које су им поверене законом и начин на који функционишу у пракси. Циљ овог дела је да се читаоцу приближи начин на који је банка конципирана, како се доносе одлуке и ко је одговоран за различите сегменте њеног пословања. Други део фокусиран је на анализу монетарне политике Србије. Овде се износи примарни циљ и стратегија коју Народна банка Србије користи у свом раду, при чему је посебан акценат стављен на принципе инфлаторног таргетирања. Рад показује како НБС дефинише свој циљ у контексту стабилности цена и како се стратегија монетарне политике прилагођава макроекономским условима и развоју домаће економије. Да би се остварили постављени циљеви монетарне политике, банка користи низ инструмената, који се временом мењају у складу са новим приоритетима и потребама економије. Због тога се у наредном делу посебно анализирају инструменти монетарне политике и начин њихове примене у оквиру српског монетарног система. Овде се разматра ефикасност ових инструмената, однос између постигнутих резултата и очекиваних циљева, као и практична примена у условима домаће економије.

Четврти део ове главе бави се функционисањем трансмисионог механизма у Србији. Из анализе произлази да, иако је канал каматне стопе уобичајено најважнији у земљама које примењују стратегију таргетирања инфлације, код нас он има релативно мањи значај. С друге стране, канал девизног курса показује већу снагу и значај у преношењу ефеката монетарне политике на економију, што је специфичност српског монетарног система у односу на развијене земље са стабилним инфлаторним таргетирањем. У четвртој, уједно и централној глави овог рада, спроведена је компаративна анализа између Европске централне банке (ЕЦБ) и Народне банке Србије. У оквиру ове анализе, пажња је усмерена на упоређивање монетарних политика ЕЦБ и НБС, са циљем утврђивања степена њихове усаглашености. Ово је веома важно јер усаглашеност са политиком ЕЦБ представља један од предуслова за приступање Србије Европској унији, а затим и евентуалној Европској монетарној унији (ЕМУ). Након тога, у овој глави извршена је и анализа инструмената монетарне политике којима Народна банка Србије располаже. Разматра се степен подударности тих инструмената са инструментима ЕЦБ, као и њихова ефикасност у контексту домаће економије. На основу свих ових анализа, као и претходних разматрања специфичних за Србију, могуће је дефинисати основне препоруке и смернице за будуће деловање монетарне политике, у циљу

остваривања веће конвергенције ка стандардима Европске уније и Европске монетарне уније. Истовремено, у раду је показано да је Народна банка Србије у претходном периоду остварила значајан напредак у прилагођавању свог инструментаријума и стратегије циљевима макроекономске стабилности, а посебно монетарне стабилности. Изабрана стратегија таргетирања инфлације допринела је позитивним резултатима у смислу обуздавања инфлације и стабилизације домаће валуте. На крају овог поглавља представљен је преглед развоја односа Народне банке Србије и Европске уније, као и анализирани перспективе Србије и НБС након потенцијалног приступања Европској унији. Рад такође разматра предности и недостатке могућег губитка монетарног суверенитета који би наступио након прихватања евра као јединствене валуте, уз осврт на импликације за домаћу економију, финансијску стабилност и политику новчаних инструмената.

Предмет истраживања

Монетарна политика представља један од кључних инструмената за вођење економске политике државе и има значајну улогу у очувању макроекономске стабилности. Европска централна банка, као носилац монетарне власти у еврозони, и Народна банка Србије, као централна банка у транзиционој економији, функционишу у различитим институционалним и економским условима, али имају заједнички примарни циљ — одржавање стабилности цена. С обзиром на то да је Србија кандидат за чланство у ЕУ, упоређивање монетарне политике ових институција од изузетног је значаја за разумевање могућности прилагођавања домаћег монетарног оквира европским стандардима.

Предмет овог мастер рада је компаративна анализа монетарне политике Европске централне банке (ЕЦБ) и Народне банке Србије (НБС), са фокусом на стратегије, инструменте и ефекте спровођења монетарне политике у различитим економским и институционалним оквирима. Рад има за циљ да испита сличности и разлике у приступима ових двеју централних банака, њихову реакцију на унутрашње и спољне економске шокове, као и утицај монетарне политике на макроекономску стабилност, инфлацију и економски раст.

Значај истраживања

Узимајући у обзир изузетан значај централне банке за свеобухватни привредни развој једне државе, свака држава посебно и веома прецизно, кроз законске оквире, дефинише статус, надлежности, функције и одговорности своје највише монетарне институције, односно врховне монетарне власти. Организација централне банке није

униформна и зависи од више фактора, пре свега од нивоа развијености економског система у којем она функционише, као и од структурних карактеристика тог економског система, али и од утицаја политичког окружења и политичких одлука државе у којој је централна банка основана. Због тога, иако постоје заједничке, универзалне карактеристике које све централне банке деле, могу се уочити значајне разлике у њиховом функционисању и организацији, које зависе од конкретних економских и политичких услова. Управо због ових разлика, уколико Србија жели да постане део Европске монетарне уније, неопходно је да пре формалног приступања прође кроз темељан процес усаглашавања кључних економских параметара. Овај процес подразумева утврђивање у којој мери монетарна политика Народне банке Србије одговара или се разликује од монетарне политике коју спроводи Европска централна банка. Ту се посебно истакао значај овог истраживања, јер оно омогућава да се стекне детаљан увид у конкретне мере које је Србија већ предузела како би приближила своје економске и монетарне механизме стандардима Европске уније и Европске монетарне уније, али и да се идентификују задаци и изазови који још стоје пред њом на путу ка пуноправном учешћу у овим европским интеграцијама. Поред тога, Србија је у претходном периоду урадила значајан корак ка хармонизацији своје законодавне регулативе са правним оквирима Европске уније, што ће у великој мери олакшати и унапредити правну комуникацију и сарадњу између наших предузећа и банака са предузећима и финансијским институцијама из Европске уније.

Циљеви истраживања

Научни циљ који је постављен у оквиру овог истраживања огледа се у темељном сагледавању различитих карактеристика и специфичних улога које централне банке имају у савременом свету, са посебним освртом на функционисање Народне банке Србије као и Европске централне банке. Ово подразумева детаљно проучавање њихових институционалних функција, надлежности, као и начина на који ове банке утичу на економију и финансијски систем у својим регионима и шире. Истраживање настоји да пружи дубље разумевање механизма и политика које ове финансијске институције примењују у свакодневном раду, као и значај њихове улоге у стабилизацији финансијског система.

Друштвени циљ овог истраживања односи се на систематску анализу и компарацију Народне банке Србије и Европске централне банке, с намером да се на основу те анализе разоткрију и идентификују специфичности њихове монетарне политике, начини њеног спровођења, као и организационе структуре и методи пословања које ове институције користе. Оваква упоредна анализа омогућиће да се добије јасан увид у

функционисање ових кључних финансијских институција и њихов утицај на привреду, као и да се препознају сличности и разлике у њиховим приступима управљању новчаном масом, регулацији финансијских токова и осигурању стабилности економског окружења у којем делују.

Хипотезе и методе истраживања

У раду биће примењен компаративни аналитички приступ, са циљем да се упореде монетарне политике Европске централне банке (ЕЦБ) и Народне банке Србије (НБС), како би се идентификовале сличности, разлике и степен усаглашености између две институције.

Истраживање ће бити спроведено кроз следеће методе:

➤ Анализа примарних и секундарних извора

Обухватиће званичне документе, годишње извештаје, стратегије монетарне политике, правне акте, саопштења и публикације ЕЦБ и НБС, као и релевантну академску и стручну литературу. Примарни извори укључују и макроекономске податке које објављују ЕЦБ, НБС, Евростат и Републички завод за статистику Србије.

➤ Институционална анализа

Упоређивање структура, мандата и правног оквира деловања ЕЦБ и НБС, како би се утврдила институционална основа монетарне политике у еврозони и Србији.

➤ Анализа инструмената монетарне политике

Проучавање основних инструмената које ЕЦБ и НБС користе у спровођењу монетарне политике — каматне стопе, операције на отвореном тржишту и политика обавезне резерве — са циљем утврђивања сличности и разлика у приступима и имплементацији.

➤ Компаративна анализа кризног деловања

Испитивање реакције обе институције у кризним периодима, са фокусом на пандемију COVID-19 и инфлаторне притиске у периоду 2022–2023, ради процене флексибилности и брзине одговора.

➤ Оцена ефикасности монетарне политике

Анализа релевантних макроекономских индикатора, као што су инфлација, девизни курс, ниво каматних стопа и стабилност финансијског система, ради процене ефикасности спровођене монетарне политике у очувању ценовне стабилности.

➤ Оцена усаглашености са ЕЦБ стандардима

Процена степена усклађености монетарног оквира НБС са стандардима и праксама ЕЦБ, као и потенцијали и изазови за укључење Србије у Европски механизам девизних курсева (ERM II), што представља претходницу уласку у еврозону.

Истраживање у овом раду заснива се на следећим методолошким приступима:

- Компаративна анализа – упоређивање монетарних политика Европске централне банке и Народне банке Србије, с циљем идентификације сличности и разлика у институционалном устројству, инструментима и ефектима монетарне политике;
- Квантитативна анализа – анализа релевантних макроекономских индикатора као што су стопа инфлације, ниво каматних стопа, новчана маса и девизни курс, ради процене ефикасности монетарне политике обе институције;
- Анализа докумената – преглед и анализа званичних извештаја, стратегија, монетарних публикација и правних аката ЕЦБ и НБС, као и академске и стручне литературе;
- Историјски приступ – праћење развоја монетарних политика од глобалне финансијске кризе 2008. године до савремених изазова (пандемија COVID-19, инфлаторни шокови 2022–2023), са посебним освртом на реакције централних банака у кризним условима.

Генерална (општа) хипотеза:

У овом истраживању полазимо од опште хипотезе да монетарна политика Народне банке Србије у значајној мери следи принципе Европске централне банке, али и даље постоје суштинске институционалне и оперативне разлике које се могу вештим потезима усклађивати.

1. Прва посебна хипотеза

Ефикасност монетарне политике зависи од нивоа независности централне банке и развијености финансијског тржишта.

2. Друга посебна хипотеза

Хармонизација монетарне политике са ЕУ стандардима представља предуслов за одрживу економску конвергенцију Србије.

Очекујући допринос

➤ Научни допринос

Рад ће допринети бољем разумевању односа између монетарне политике Србије и ЕУ, идентификовати кључне изазове у процесу усклађивања, као и предложити мере за унапређење монетарног оквира Србије у контексту приступања Европској унији.

➤ **Друштвени допринос**

Друштвени циљ овог истраживања се односи на анализу Народне банке Србије и Европске централне банке кроз њихову компарацију чиме ће се утврдити монетарна политика ових банака и начин њеног спровођења, начин на који послују и како су организоване.

1. Централно банкарство

Банкарство се у оквиру научне дисциплине посматра као систематско проучавање банака, које представљају монетарне установе и финансијска предузећа са одређеним функцијама, чији је циљ да унапреде економски развој и стабилност привреде једне државе. Оно се бави анализом улоге и значаја банака, као и њиховим пословним процесима, узимајући у обзир како економски, тако и финансијски систем земље у целини. Банкарство проучава структуру и функционисање банкарског система, саму природу банкарског пословања, али нарочито наглашава односе, процесе и трансакције које настају у оквиру стварања и коришћења новца, а све то кроз посредовање банкарских институција.

Као академска дисциплина, банкарство се почело развијати средином XIX века, али сам концепт банкарског пословања постоји још од најранијих фаза развоја људских друштава. Историјски извори указују да се банкарски послови могу пратити још од 3000. године пре нове ере, док материјални докази који нам откривају начин и врсте банкарских активности потичу већ од VII века пре нове ере. У старом Вавилону јављају се приватне установе познате под називом „тезаурисање“, у којима су обављани послови који се могу сматрати претечом модерног банкарског пословања. У Вавилону „тезаурисање“ није означавало баш установу у модерном смислу, већ праксу чувања и акумулирања богатства у приватним складиштима или трезорима. То су биле приватне институције које су служиле за депоновање сребра, злата, житарица и других вредности, чиме су имале улогу сличну данашњим банкама (Van De Mieroop, 2004). У античкој Грчкој, банкарски послови су се развијали углавном у храмовима, посебно у храму у Ефесу на острву Родос. С појавом кованог новца, на овим просторима јављају се и први приватни мењачи, који су били познати као „трапезити“, а реч „трапеза“ у данашњем смислу означава банку. Иако је термин „банка“ био у употреби још много векова пре нове ере, људи су често користили и друге називе, попут „пулт за промену новца“, што потврђује закључак да су мењачки послови представљали први и најразвијенији облик банкарских активности у историји (Davies, 2001).

У периоду Римске империје створени су повољни услови за даљи развој новчаних трансакција и различитих финансијских операција. Насупрот томе, у раном феудализму, са постепеним опадањем трговине, слабио је и развој банкарских активности. Међутим, у средњем веку банкарство доживљава поновни развој, када се почињу оснивати прве модерне банке, које се могу сматрати првим организованим финансијским институцијама.

Прва комерцијална банка Banca di Genova основана је у XV веку у Италији, као и Casa di Sant Georgio у другим италијанским градовима (Epstein, 2000).

Историјски развој централних банака тесно је повезан са развијеним европским привредама. Прва централна банка која је имала право на емисију новца и монопол на ову функцију била је шведска Riksbank, основана 1668. године. Након ње, оснива се Bank of England у Великој Британији, која је имала значајан утицај на развој централних банака у осталим земљама Европе, а касније и Банка Француске. Данас, готово све земље света које поседују монетарну сувереност имају формиране централне банке, осим појединих изузетака као што је Луксембург, који је још 1983. године формирао Монетарни институт, Хонг Конг где улогу централне банке обављају две пословне банке, као и неколико других земаља са специфичним прелазним моделима (Monnet, 2023).

Током времена, развој централних банака и самог банкарског сектора је био континуиран и динамичан. У данашњем модерном друштву, централна банка представља независну институцију, која не подлеже директно извршној, законодавној или судској власти. Емисиона, односно централна банка, је специфична финансијска институција у оквиру монетарног система, државна или под строгим државним надзором, која по свом статусу у банкарском, кредитном и монетарном систему ужива привилегован положај. Она заузима централну позицију у националном банкарском систему, делује као банка свих других банака, али и као банка државе. Одговорна је за стварање вредности домаће валуте, контролу новчаног оптицаја и ликвидности у банкарском систему, као и за обезбеђивање стабилности ликвидности у земљи и приликом међународних плаћања. Поред тога, она је једина овлашћена институција за издавање новчаница и кованог новца који се користи као законско средство плаћања (Romelli, 2024).

Иако је прва централна банка основана пре више од три века, не постоји јединствен модел њене организације и институционалне структуре. Разлог за то лежи у историјским околностима – централне банке нису формиране истовремено нити под истим условима. Међутим, упркос различитостима у организацији, могу се уочити заједничке карактеристике њиховог функционисања. У свим земљама света, централна банка има водећу улогу у организацији, усмеравању и регулисању монетарних кретања, налази се на врху банкарског система и од ње у великој мери зависи динамика и стабилност привредног развоја (Garriga, 2025).

На међународном нивоу, централне банке успостављају сарадњу са мултилатералним финансијским организацијама као што су Међународни монетарни фонд

(ММФ), Светска банка (ИБРД) и Банка за међународне обрачуне (БИС). Обично не послују директно са небанкарским сектором, осим са државом за коју обављају одређене финансијске функције. Због огромног значаја који централна банка има за укупни привредни развој земље, свака држава строго законски дефинише њен положај, надлежности и одговорности, чиме се обезбеђује да она обавља улогу врховне монетарне власти на најодговорнији начин.

1.1. Функције и циљеви централне банке

Основни и најважнији циљ свих централних банака у свету јесте очување куповне моћи новца, односно обезбеђивање да вредност домаће валуте остане стабилна и да се не умањује током времена услед инфлације. Другим речима, централне банке настоје да обезбеде ниску, стабилну и предвидиву стопу инфлације, која представља основни показатељ и мерило куповне моћи новца у једној економији. Поред овог примарног циља, централне банке имају и друге значајне циљеве, као што је одржавање финансијске стабилности у привреди, што је пример Европске централне банке (ЕЦБ). Овај циљ се остварује применом адекватних стратегија, коришћењем различитих инструмената монетарне политике, као и функционисањем ефикасних трансмисионих механизма који обезбеђују преношење ефеката централне банке на финансијско тржиште и економију у целини. На основу овога може се закључити да је општа хипотеза о циљевима централних банака потврђена. Међутим, за разлику од ЕЦБ, неке друге централне банке, попут Федералних резерви Сједињених Америчких Држава, поред ценовне стабилности настоје и да смање незапосленост и подстакну раст економије, што показује да се циљеви могу разликовати у зависности од економског и друштвеног контекста (Labudović Stanković, 2023).

Када говоримо о циљевима централне банке, важно је истаћи да су они током историје претрпели бројне промене, при чему се њихово прилагођавање одражава и на инструменте монетарних власти. Тиме се обезбеђује да циљеви, пре свега ценовна стабилност, буду ефикасно остварени у променљивим економским условима. У савременој пракси све више централне банке усмеравају своју пажњу на финансијске токове и аспекте попут кретања каматних стопа, одржавања ликвидности финансијског система и очувања стабилности новца. Све је присутније нумеричко одређивање и прецизно квантитативно мерење циљева, као што су таргетирање инфлације или таргетирање одређених монетарних агрегата, што омогућава прецизнију и транспарентнију монетарну политику.

С обзиром на чињеницу да се организациона структура и начин функционисања централних банака разликују од једног до другог привредног система, у складу са тим разликују се и функције које оне обављају (Ristić & Macura, 2025). Међутим, већина аутора се слаже да се у основне функције централних банака убрајају следеће:

- Емисија новца, која обухвата производњу и стављање у оптицај папирног и кованог новца у земљи;
- Улога банкара државе, која подразумева више специфичних активности, укључујући:
 - 1) депоновање новчаних средстава која припадају држави у трезору;
 - 2) позајмљивање новчаних средстава држави за финансирање јавних потреба;
 - 3) деловање као фискални посредник и јемац државе у одређеним финансијским трансакцијама;
 - 4) пружање стручних мишљења и савета држави у вези са монетарним и финансијским питањима;
- Деловање у улози „банке банака”, што укључује:
 - 1) прихватање депозита пословних банака који служе као резерве ликвидности;
 - 2) спремност да есконтује (уновчи) комерцијалне и државне вредносне папире који се налазе у портфељу пословних банака;
 - 3) обавезу да функционише као „последње уточиште ликвидности” за пословне банке у време потребе;
- Регулисање и надгледање активности банака и других финансијских институција, што подразумева:
 - 1) обезбеђивање услова да пословне банке и финансијске институције воде своје послове на здравој, стабилној и разумној основи, у складу са важећим законима и прописима;
 - 2) регулисање стопе обавезне резерве и надгледање спровођења банкарских послова;
- Креирање и спровођење монетарне политике, при чему централна банка предузима мере којима утиче на монетарне и кредитне агрегате, каматне стопе, девизни курс и друге финансијске услове, с циљем постизања крајњих циљева макроекономске

политике, попут подстицања привредног раста, обезбеђења пуне запослености и очувања стабилности цена у економији (Šabotić, 2014).

На овај начин се потврђује прва посебна хипотеза о функцијама и циљевима централних банака.

Поред основних функција, централне банке обављају и додатне важне функције које доприносе ефикасности и стабилности финансијског система, као што су:

- регулисање ликвидности у банкарском и привредном систему;
- спољно-економска функција, која подразумева управљање девизним резервама земље ради очувања спољне вредности националне валуте;
- организовање и контролисање платног промета унутар земље;
- развојна функција, која подстиче економски развој и унапређење финансијског сектора.

Централне банке задовољавају два главна критеријума: прво, оне се баве већином поменутих функција, а друго, имају одређени степен слободе приликом избора начина на који ће ове функције обављати. Међутим, ова слобода се не односи на основне циљеве деловања, попут очувања куповне моћи новца и стабилности финансијског система, који су већ дефинисани и јасно утврђени. Све ове функције централне банке имају један заједнички циљ: допринети ефикасности и стабилности целокупног финансијског система, а самим тим и општем економском просперитету земље у којој централна банка делује (Ivković, 2015).

1.2. Власничка структура, организација и руководећа тела централне банке

Када се разматра власничка структура централних банака, у литератури се издвајају три основна облика својине који могу бити присутни: то су државна, приватна и мешовита централна банка. У великој већини случајева, централне банке налазе се у државном власништву, при чему се овај тип својине може јавити у две различите варијанте. Прва варијанта је када централна банка функционише као јавна установа која је основана законом, чиме се њен рад и организација регулишу јасно прописаним законским оквиром. Друга варијанта представља форму у којој централна банка постоји као формално акционарско друштво, али чије акције у потпуности припадају држави у којој се налази, што омогућава држави да одржава контролу над овом институцијом и њеним

функцијама. Насупрот државним банкама, приватне централне банке карактерише присуство приватног капитала који доминира у структури власништва. У овом случају, влада одржава свој утицај на рад централне банке углавном преко механизма именовања руководећих тела ове институције, чиме се обезбеђује да кључне одлуке буду у складу са државним економским интересима. Мешовите централне банке, с друге стране, представљају комбинацију државног и приватног власништва, где у оквиру акционарског друштва постоји удео државе и приватних инвеститора, што омогућава да функције банке буду финансијски и управљачки подржане од обе стране (Purić & Rapajić, 2018).

Организација централне банке зависи од више фактора, укључујући развијеност економског система у којем банка функционише, структуру привреде те државе, као и политички систем у којем је централна банка основана. Иако се детаљи организације могу разликовати, у пракси се углавном издвајају три основна модела организације централних банака. Први модел представља јединствену централну банку, која је у савременим економијама најчешће распрострањена. Према овом моделу, све функције врховне монетарне власти концентрисане су у једном центру, што се огледа у принципу „једна држава – једна банка“. Централна банка организована по овом принципу може, ради ефикаснијег обављања својих задатака, успоставити огранке како унутар државе, тако и у иностранству, а истовремено може да располаже и посебним институцијама, попут завода за израду кованог новца и штампање новчаница, које јој омогућавају да контролише и обезбеђује стабилност новчане масе. Други модел подразумева сложен систем централних банака, у којем више банака унутар једне државе заједно обављају функције које би иначе спроводила једна јединствена централна банка. У овом систему једна од банака обично има улогу главног координатора, задуженог за управљање свим деловима овог сложеног организационог система. Класичан пример оваквог модела је Федералне резерве Сједињених Америчких Држава (ФЕД), где више регионалних банака дели одговорности централне монетарне власти. Трећи модел је наднационална централна банка, која је карактеристична за монетарне уније, односно групе земаља које се интегришу у заједнички монетарни систем. У овом случају, државе чланице одричу се дела свог монетарног суверенитета, уводе јединствену валуту, усклађују кредитно-монетарну и девизну политику, формирају заједничке девизне резерве и оснивају заједничку централну банку, која има огранке у свакој земљи чланици. Европска централна банка (ЕЦБ) представља пример оваквог модела (Lybek & Morris, 2004).

При дефинисању и избору организационог модела централне банке неопходно је идентификовати кључне критеријуме који омогућавају оцењивање предности и

недостатака различитих модела. Према мишљењу неких стручњака, јединствена централна банка је примеренија за унитарне државе, док је систем више централних банака прилагођенији федеративним или конфедеративним државним уређењима. У случају интеграције више земаља на нивоу монетарне политике, најприкладније решење је формирање наднационалне централне банке. Успостављање овакве структуре захтева анализу предности и недостатака сваког модела, али и јасно дефинисање критеријума на основу којих се оцењује успешност централе банке (Ковачевић, 2015). Такви критеријуми могу укључивати способност банке да ограничава инфлацију, утицај на висину запослености, стабилност девизних резерви, као и снагу позиције домаће валуте на међународном тржишту.

Што се тиче руководећих тела централних банака, она имају обично трослојну управљачку структуру. Први ниво је извршни одбор или комитет (executive/managing board/committee), који доноси одлуке у име целе банке као колективни орган. Овај одбор обично броји најмање три члана и присутан је у већини централних банака. У неким земљама слична овлашћења су додељена гувернеру банке, којем помажу заменици или помоћници, познати као вицегувернери. Гувернер је у свим случајевима председавајући извршног комитета, који формално доноси већину одлука, али у пракси извршни комитет има углавном саветодавну улогу. Други ниво управљања је ниво савета (board of directors), тело које се редовно састаје ради консултације са руководством банке и доношења одлука које нису повезане са свакодневним операцијама банке. Овакво тело обично укључује чланове који нису директно запослени у централној банци, односно независне чланове. Влада може имати своје представнике у овом савету или учествовати у његовом раду, а председавајући саветом је уобичајено гувернер банке. Трећи ниво управљања односи се на контролни ниво, који је условљен улогом одбора директора у надзору рада банке. Потреба за посебним контролним телом није увек обавезна, али када је формирано, одговорно је за контролу биланса банке, као и за надзор поштовања закона, регулатива и прописаних процедура (Ковачевић, 2015).

1.3. Обележја независности централне банке

Питање које је у последње време привукло изузетну пажњу, како у теоријској литератури и међу економским аналитичарима, тако и у редовима централних банкара и носилаца економске и финансијске политике широм света, јесте питање степена независности централне банке, нарочито у контексту формулисања и спровођења монетарне политике. Ово питање постаје све значајније с обзиром на економску глобализацију, повећане финансијске токове и динамику финансијских криза, где

способност централне банке да делује независно од политичких притисака директно утиче на стабилност националне економије и на поверење јавности у финансијски систем.

Независност централне банке се традиционално дефинише кроз три међусобно повезане области: персоналну независност, финансијску независност и независност у вођењу саме монетарне политике (Fabris, 2014).

Персонална независност се односи на степен утицаја државних органа приликом именовања и разрешења највиших функционера централне банке, укључујући гувернера, вицегувернера и друге чланове руководства. У пракси, овај вид независности подразумева да се приликом избора и разрешења функционера избегава било какво политичко уплитање, односно да друштвено-политички интереси не утичу на кључне одлуке које могу угрозити аутономију институције. Да би се обезбедила ова форма независности, постављена су одређена правила која регулишу забрану политичких притисака у поступцима именовања, одређивање трајања мандата гувернера, процедуре за његово разрешење, као и избор и разрешење органа централне банке. Поред тога, дефинисана су и ограничења, као и посебна овлашћења која су неопходна како би функционисање целокупног система било несметано и у складу са стандардима транспарентности и професионализма (Fabris, 2014).

Финансијска независност се, са своје стране, огледа у ограничењима приступа државе средствима и кредитима централне банке. Основни циљ овог концепта је да се институција ослободи обавезе да финансира буџетски дефицит кроз кредите држави, што подразумева потпуно раздљивање веза са владом у финансијском смислу. Финансијска независност такође подразумева и забрану било каквог финансирања јавног сектора или ентитета који су под контролом државе (Fabris, 2014). У пракси, то значи да централна банка мора сама да створи и обезбеди одговарајуће финансијске ресурсе који су потребни за спровођење циљева монетарне политике, без директне зависности од државног буџета и без притиска на реализацију краткорочних политичких циљева.

Независност у вођењу монетарне политике обухвата два кључна елемента: прво, независност у дефинисању циљева монетарне политике, и друго, независност у одабиру и коришћењу инструмената који омогућавају спровођење донетих одлука. Ипак, у односу који централна банка има са извршном и законодавном влашћу у одређеној земљи, она је обавезна да редовно и транспарентно информисе о резултатима и корацима који се предузимају у оквиру економске и монетарне политике. Ова обавеза информисања служи

као баланс између аутономије централне банке и потребе за демократском контролом од стране државних институција.

Главни аргумент који стоји у прилог независности централне банке заснива се на уверењу јавности у способност институције да спроводи стабилизациону, односно неинфлаторну монетарну политику. Другим речима, независна централна банка треба да обезбеди дугорочну стабилност цена уз минимално смањење обима производње и запослености у односу на постављене циљне вредности. Када је централна банка независна, то повећава поверење јавности у прокламовану неинфлаторну монетарну политику, што резултира снижавањем инфлаторних очекивања економских субјеката, а у крајњој линији доводи до ниже стопе инфлације и већег економског кредибилитета институције (Fabris, 2014). Сам степен аутономије централне банке директно утиче на кредибилитет монетарне политике, јер независне монетарне власти могу да одоле притисцима за краткорочно повећање производње кроз експанзивне мере, што у супротном би могло угрозити дугорочну стабилност.

Одговорност централних банака је такође од кључног значаја. Оне су одговорне за дефинисање и постизање најважнијих циљева монетарне политике, за транспарентност у њеном спровођењу, као и за коначну одговорност за резултате ове политике. Значај одговорности произилази из чињенице да ефекти монетарне политике имају дубок и опипљив утицај на целокупну економију. Централна банка је одговорна према државним институцијама, укључујући владу, парламент, председника државе и друге релевантне органе, што подразумева обавезу да их на унапред дефинисан начин редовно информисе о свом раду, резултатима и о мерама које спроводи у оквиру монетарне политике (Kovačević, 2015).

У данашње време већина централних банака у свету ужива значајно виши ниво независности, како у законском смислу тако и у стварној пракси, у поређењу са ситуацијом која је владала пре двадесетак година. Међутим, стварна или практична независност често може значајно одступати од законске, а таква одступања су посебно изражена у земљама у развоју у односу на индустријализоване економије. Стварна независност зависи не само од законског статуса институције, већ и од формалних и неформалних институционалних аранжмана, као што су режим девизног курса, могућност банке да се активно укључи у операције на отвореном тржишту, положај фискалне политике и постојање експлицитних институционалних механизма који нису директно регулисани законом, али обезбеђују да стабилност цена буде јасно препознатљив и остварив циљ централне банке. Како наводе Bernanke et al. (1999), један од истакнутих

примера ових механизма јесте усвајање метода таргетирања инфлације које су примењене у више земаља, након што су се показале успешним у Новом Зеланду и Канади крајем осамдесетих година прошлог века. Упркос извесним разликама у пракси, генерална слика указује на значајан пораст законске независности током деведесетих година, што јасно указује на тренд ка све вишем нивоу аутономије централних банака и њиховој способности да спроводе професионалну и кредибилну монетарну политику.

2. Европска централна банка

Европска централна банка представља једну од кључних наднационалних институција у Европи, са суштинском улогом и надлежношћу у области европске монетарне политике. Седиште ове изузетно значајне институције налази се у Франкфурту, у Немачкој, и управо одатле се координише монетарна стратегија за целокупну евро зону. Европска централна банка се сматра монетарним ауторитетом највишег нивоа у оквиру евро зоне, што значи да има кључну улогу у емитовању и заштити законског средства плаћања, односно заједничке европске валуте – евра. Историјски гледано, темељи овог институционалног оквира постављени су Уговором из Мастрихта из 1992. године, којим је предвиђено формирање монетарне уније кроз увођење јединствене валуте у три фазе, при чему је крајњи рок за спровођење овог процеса био 01. јануар 1999. године.

На основу овог Мастрихтског уговора, националне централне банке земаља чланица Европске уније одрекле су се дела свог суверенитета у области вођења монетарне политике и пренеле своја овлашћења на европски ниво, чиме је стварање и спровођење заједничке монетарне политике постало искључива надлежност Европске централне банке. У том контексту, Европска централна банка је формално конституисана 01. јуна 1998. године и настала је као правни и институционални наставак Европског монетарног института, који је до тада играо централну улогу у припремама за увођење јединствене валуте, евра. Од 01. јануара 1999. године, Европска централна банка функционише као независна и специјализована монетарна институција, са задатком да дефинише и спроводи монетарну политику, управља операцијама на девизном тржишту, као и да обезбеђује стабилно и ефикасно функционисање система плаћања на европском нивоу. Основни разлог њеног оснивања био је, пре свега, стварање Европске монетарне уније и увођење јединствене валуте, евра, чиме је омогућено интегрисано управљање монетарним инструментима на нивоу целе заједнице.

У пракси, Европска централна банка има широк спектар функција, укључујући надзор над количином новца у оптицају, координацију и управљање курсом евра у сарадњи са националним централним банкама држава чланица, као и чување и управљање службеним девизним резервама. Главни и основни циљ Европске централне банке је одржавање ценовне стабилности, што представља предуслов за одржив економски развој и подршку општој економској политици Европске уније. Поред тога, систем централних банака ЕУ има задатак да дефинише и спроводи монетарну политику, обавља девизне

интервенције, држи и користи девизне резерве земаља чланица, као и да континуирано унапређује платни промет унутар ЕУ (Nešić, 2017).

Европска централна банка управља монетарном унијом у тесној координацији са националним централним банкама кроз оквир Европског система централних банака (ЕЦБС), у којем, поред Европске централне банке, активно учествују и централне банке држава чланица евро зоне. Са оснивањем Европске монетарне уније, националне централне банке постале су саставни део овог сложеног и интегрисаног система централног банкарства, који је познат под називом Евросистем. Евросистем се састоји од Европске централне банке и националних централних банака земаља које су приступиле Европској монетарној унији. За приступање овом систему, као и за улазак у ЕУ и учешће у Европској монетарној унији, неопходно је испунити специфичне критеријуме конвергенције, који су јасно дефинисани у Мастрихтском уговору у време оснивања Европске монетарне уније, чиме је обезбеђена стабилност и хармонизација економских политика свих чланица (European Central Bank, 2013).

2.1. Структура и функционисање

Европска централна банка, позната као ЕЦБ, организована је као наднационална централна банка, што значи да државе чланице ЕУ добровољно одричу део свог монетарног суверенитета и, уместо тога, усвајају јединствену валуту – евро. Ово подразумева не само координацију и усклађивање кредитно-монетарне и девизне политике, већ и формирање заједничких девизних резерви, као и оснивање заједничке централне банке чији огранци функционишу у свакој земљи чланици монетарне уније. Таква организациона структура омогућава да монетарне одлуке буду централизоване и да се све битне политике и мере доносе у оквиру једне институције, што значајно утиче на стабилност еврозоне у целини (Ivaz, 2024).

Процес доношења одлука у Евросистему је строго централизован и спроводи се искључиво кроз органе Европске централне банке (ЕЦБ). Основна тела која чине органе управљања ЕЦБ су Савет гувернера (Governing Council), Извршни одбор (Executive Board) и Генерални савет (General Council).

Савет гувернера представља највиши орган одлучивања у Евросистему и носилац је кључних одлука у области монетарне политике. Ово тело формулише основну монетарну политику еврозоне, одлучује о кључним каматним стопама, обавезним резервама минималним резервама, као и о мерама обезбеђења ликвидности банкарског система и другим инструментима монетарне политике.

Састав Савета гувернера чине шест чланова Извршног одбора ЕЦБ и гувернери националних централних банака свих земаља које су прихватиле евро као своју званичну валуту. Од 1. јануара 2026. године, када је Бугарска усвојила евро, еврозона броји 21 чланицу, па Савет гувернера тренутно има укупно 27 чланова (6 + 21).

Гувернере националних централних банака именују владе или други надлежни органи сваке земље, обично на период од пет година, с могућношћу поновног именованја (тачан мандат може варирати у зависности од националног законодавства).

Кључни принцип независности налаже да чланови Савета гувернера и Извршног одбора ЕЦБ делују потпуно независно од својих националних влада, политичких тела и националних банкарских интереса. Они наступају у личном својству (*in personal capacity*), а не као представници својих држава или институција.

Сви чланови Савета гувернера имају једнак глас („one member, one vote“) када поседују право гласа. Међутим, од ступања на снагу система ротације, шест чланова Извршног одбора имају стално право гласа на свим седницама. Гувернери националних централних банака деле укупно 15 гласова на месечној ротацији, тако да максималан број гласова по седници износи 21 (6 + 15), иако тело броји 27 чланова (European Central Bank, 2026b).

Ротација је асиметрична и заснована на рангирању земаља према економској и финансијској величини (комбиновани индикатор: 5/6 бруто домаћи производ + 1/6 удео у агрегатном билансу монетарних финансијских институција):

Прва група: гувернери пет највећих економија еврозоне (тренутно Немачка, Француска, Италија, Шпанија, Холандија) деле 4 гласа (ротирају тако да 4 од 5 имају глас сваког месеца);

Друга група: преосталих 16 гувернера (укључујући Бугарску од 2026.) деле 11 гласова.

Гласови се ротирају месечно на насумичан начин у оквиру сваке групе (European Central Bank, Rotation of voting rights in the Governing Council, 2026). Одлуке се доносе простом већином гласова чланова који имају право гласа на тој седници. У случају једнаког броја гласова, председник има одлучујући глас.

За ваљаност седнице и доношење одлука потребно је присуство најмање две трећине чланова који имају право гласа у тој седници (*quorum of two-thirds of voting members*).

Седницама Савета гувернера и Извршног одбора председава председник ЕЦБ (који је уједно и председник Савета гувернера), а у његовом одсуству потпредседник. Председник ЕЦБ такође званично представља ЕЦБ према спољном свету и трећим лицима.

Овакав систем обезбеђује ефикасност доношења одлука у условима проширења еврозоне, истовремено чувајући принцип једнакости и независности свих чланова, као и репрезентативност већих економија (European Central Bank, 2026; Protocol (No 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, consolidated version).

Основне функције Савета гувернера укључују усвајање стратешких праваца развоја, доношење одлука које осигуравају ефикасност и резултате задатака поверених Евросистему, одређивање резерви Европског система централних банака, утврђивање кључних каматних стопа, формулисање монетарне политике еврозоне и успостављање директива за њихову примену. Националне централне банке су у обавези да Савету достављају све релевантне информације како би се контролисала усклађеност националних мера са политикама и инструкцијама ЕЦБ. Пажња се посвећује и потреби да статуту националних централних банака буду усклађени са Споразумом и Статутом ЕЦБ како би се омогућила потпуна интеграција у Европски систем централних банака (European Central Bank, n.d.).

Извршни одбор чини други важан орган управљања ЕЦБ, састављен од председника, потпредседника и четири експерта за монетарну политику и банкарство. Чланови се бирају споразумом влада држава чланица еврозоне, за један осмогодишњи мандат без могућности поновног избора. Почетним члановима, изузев председника, мандати су били различите дужине како би се обезбедио континуитет у доношењу одлука и независност органа од утицаја влада и државних органа. Одлуке Извршног одбора доносе се простом већином, а у случају једнаког броја гласова одлучује глас председника. Чланови Извршног одбора углавном потичу из највећих економија као што су Немачка, Француска и Италија, и морају бити у сталном радном односу у ЕЦБ, без обављања других послова. Основне функције овог органа обухватају примену монетарне политике према директивама Савета гувернера и давање инструкција националним централним банкама, као и коришћење овлашћења добијених од Савета гувернера (European Central Bank, n.d.).

Поред Савета гувернера и Извршног одбора, постоји и Генерални савет који функционише као транзиционо тело, јер нису све државе чланице ЕУ прихватиле евро и ушле у Европску монетарну унију. Генерални савет чине сви гувернери националних централних банака и председник и потпредседник ЕЦБ. Његова улога је саветодавна, координациона и статистичка – прикупљање података, израда годишњих извештаја, припреме за фиксне курсеве у земљама које још нису прихватиле евро и дискусије о везама између чланица ЕУ и кандидата за чланство. Одлуке се доносе простом већином, а сваки члан има један глас. Генерални савет осигурава сарадњу са државама које нису у монетарној унији и припрема проширење еврозоне у будућности (European Central Bank, n.d.).

Евросистем функционише као независан систем: ни ЕЦБ, ни националне централне банке, ни чланови њихових управљачких тела не могу примати инструкције од спољних тела, укључујући владе и институције ЕУ. Међутим, независност је уравнотежена обавезом одговорности – ЕЦБ мора објављивати одлуке јавности на свим језицима земаља чланица, путем публикација и конференција за медије одмах након седница Савета гувернера. Поред тога, Мастрихтски споразум захтева и подношење годишњег извештаја Европском парламенту, Савету министара, Европској комисији и Европском савету.

ЕЦБ је најнезависнија централна банка на свету. Њен Статут не може бити променјен ни од стране Европског парламента, већ само изменом Мастрихтског споразума уз сагласност свих земаља чланица ЕУ. Са повећањем независности ЕЦБ смањује се њена демократска одговорност, што доводи до закључка да је степен одговорности овог институционалног система веома низак, иако њена улога у одржавању стабилности и ефикасности монетарне политике остаје кључна и незаменљива (European Parliament, n.d.).

2.2. Циљеви и стратегије монетарне политике

Полазећи од чињенице да државе чланице монетарне уније имају могућност да самостално обликују и спроводе своју економску политику, али уз јасну обавезу да своје економске мере и стратегије усагласе са економским политикама осталих држава чланица, а све у функцији постизања заједничких циљева економске политике целе Заједнице, може се изводити закључак да Европска централна банка (ЕЦБ) поставља и дефинише циљеве своје монетарне политике на независан начин, односно без директног прилагођавања тим економским политикама појединачних држава чланица. Ова независност омогућава ЕЦБ да усмери своје деловање првенствено ка остваривању својих монетарних циљева, што се не поклапа нужно са циљевима националних економских

политика, али је истовремено у функцији стабилности и хармонизације економског окружења унутар целе заједнице (Ivaz, 2024).

Мастрихтским споразумом је јасно дефинисано да је примарни и најважнији циљ монетарне политике ЕЦБ одржавање ценовне стабилности. Ово је утврђено и у члану 105 Споразума о оснивању Европске уније, где се конкретно истиче значај стабилности цена као основног оријентира за деловање централне банке. Иако споразум јасно наглашава да је очување стабилности цена примарни циљ, он не прецизира конкретно шта се подразумева под појмом „стабилност цена“, остављајући простор за интерпретацију и потребу да ЕЦБ сама одреди конкретан нумерички или квантитативни репер (European Union, 2012).

Управо због тога је Европска централна банка у октобру 1998. године усвојила квантитативну дефиницију ценовне стабилности, према којој се стабилност цена схвата као хармонизовани раст индекса потрошачких цена за евро област који из године у годину не прелази 2%. Поред тога, ЕЦБ је одредила и средњи рок као временски период у којем овај циљ треба да буде постигнут, чиме се обезбеђује јасна временска оријентација у спровођењу монетарне политике. У 2003. години Савет ЕЦБ је додатно прецизирао ову дефиницију тако да циљ стабилности цена подразумева одржавање стопе инфлације испод, али близу 2% у средњем периоду (European Central Bank, 2011).

Циљ одржавања стабилности цена детерминисан је у Споразуму Европске заједнице из више разлога. Бројна економска истраживања и искуства из праксе показују да стабилне цене доприносе дугорочном економском расту, повећању запослености и унапређењу животног стандарда становништва. Истовремено, економска теорија указује да централна банка у дугом року може највише утицати управо на ниво цена у економији, док је њен утицај на друге макроекономске показатеље ограниченији (European Central Bank, 2011).

Да би остварила свој примарни циљ, ЕЦБ такође пружа подршку општим економским политикама унутар Заједнице, али само у оној мери у којој се тиме не угрожава стабилност цена. То подразумева да секундарни циљеви, као што су подстицање економског раста, повећање запослености и уравнотежен економски развој, морају бити у складу са примарним циљем монетарне политике (European Union, 2012).

Кључни инструмент за праћење кретања цена у Еврозони је Хармонизовани индекс потрошачких цена (HICP), који надгледа Еуростат, статистичко одељење Европске уније. Овај индекс представља основни показатељ инфлације у евро области и израчунава се на

основу хармонизоване методологије која омогућава упоредивост података између различитих држава чланица. НИСР за целу евро област рачуна се као пондерисани просек националних хармонизованих индекса потрошачких цена, при чему се пондери одређују на основу учешћа потрошње домаћинства сваке земље у укупној потрошњи еврозоне (Eurostat, 2023).

Табела 1. Хармонизовани индекс потрошачких цена (<http://www.ecb.europa.eu>)

HICP and HICP-CT December annual rates and differences, 2016-2025

(% and percentage points)

	Average HICP annual rate (%)	Average HICP-CT annual rate (%)	Average difference HICP-CT/HICP annual rate (pp)	Difference between HICP and HICP-CT annual rate in December (percentage points)										
				2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
European Union	2.9	2.8	0.1	-0.5	0.6	0.1	0.1	-0.5	0.4	-0.6	0.3	0.5	0.3	
Euro area	2.6	2.4	0.2	-0.4	0.6	0.2	0.1	-0.6	0.4	-0.5	0.2	0.5	0.2	
Belgium	3.0	2.6	0.4	0.1	0.7	0.2	0.1	-0.4	0.6	-1.4	2.5	0.8	0.0	
Bulgaria	3.9	3.8	0.1	-0.5	0.9	0.2	0.0	-0.7	0.0	-0.6	0.2	0.2	0.7	
Czechia	4.4	4.2	0.2	-0.3	0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.9	1.4	0.2	0.3	0.2	
Denmark	2.0	1.9	0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.1	0.6	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	
Germany	2.9	2.7	0.2	-0.9	0.9	0.0	0.0	-2.1	1.9	-0.3	0.0	0.6	0.1	
Estonia	4.9	4.3	0.6	0.4	1.2	0.5	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.1	1.5	2.7	
Ireland	2.2	2.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.7	-1.0	1.0	-0.4	1.1	0.4	0.2	
Greece	2.2	2.3	-0.1	0.2	1.0	0.1	-1.4	-0.9	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.0	
Spain	2.4	2.4	0.0	-0.6	0.6	0.0	0.1	0.0	-0.8	-0.3	-0.3	0.4	0.4	
France	2.2	2.0	0.2	-0.1	0.6	0.6	0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.1	0.4	0.3	
Croatia	3.4	3.6	-0.2	0.2	0.0	0.2	-0.8	-0.2	0.2	-1.7	0.0	0.1	0.1	
Italy	2.2	2.1	0.1	-0.2	0.4	0.0	0.1	0.1	-0.4	-0.6	0.5	0.4	0.0	
Cyprus	1.8	1.9	-0.1	-0.3	0.2	0.0	-0.2	-0.4	0.0	-0.6	-0.3	0.5	-0.3	
Latvia	4.2	3.9	0.3	0.0	0.7	0.5	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.5	0.6	
Lithuania	4.5	4.1	0.4	-0.3	1.4	0.0	0.0	0.4	-0.3	-0.1	0.2	0.7	0.8	
Luxembourg	2.5	2.2	0.3	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.1	0.6	0.3	-0.2	0.8	0.3	
Hungary	5.6	5.5	0.1	-0.5	-0.2	-0.4	0.1	0.1	0.5	0.0	0.6	0.5	0.3	
Malta	2.2	2.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Netherlands	3.2	2.9	0.3	-0.2	0.3	0.5	1.2	0.1	0.1	-2.7	1.6	1.0	0.0	
Austria	3.3	3.3	0.0	-0.6	0.8	0.0	0.0	-1.5	0.0	0.8	0.0	0.0	0.2	
Poland	4.5	4.4	0.1	-0.5	0.5	0.0	0.0	0.1	0.2	-3.0	1.3	0.9	0.5	
Portugal	2.2	2.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-0.5	0.9	0.1	
Romania	5.3	4.9	0.4	-2.2	-0.3	-0.1	0.3	0.0	0.0	0.2	0.2	0.8	2.8	
Slovenia	2.8	2.8	0.0	0.4	-0.2	-0.2	0.1	-0.2	0.0	-1.3	1.3	0.3	0.0	
Slovakia	4.2	4.1	0.1	-0.4	0.2	0.0	0.1	-0.3	0.3	0.1	-0.4	0.4	0.6	
Finland	2.0	1.7	0.3	-0.1	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	-0.3	0.3	0.6	0.3	
Sweden	2.7	2.6	0.1	-0.4	0.8	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	
Norway	2.9	2.9	0.0	1.1	-0.4	0.4	0.0	-0.5	-0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	
North Macedonia	4.2	4.1	0.1	0.5	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.2	0.0	0.6	0.1	0.1	
Serbia	4.5	4.2	0.3	0.7	0.1	0.5	0.3	0.3	0.5	-0.1	0.9	0.5	0.4	

Source: Eurostat (online data code: prc_hicp_minr; prc_hicp_ct)

eurostat

Један од важних индикатора за анализу инфлационих кретања у Европској унији јесте хармонизовани индекс потрошачких цена (Harmonised Index of Consumer Prices – НИСР). Овај индекс представља основни статистички инструмент који омогућава упоредиву анализу инфлације међу државама чланицама Европске уније и служи као кључни индикатор за вођење монетарне политике у еврозони (Eurostat, 2025). Посебна варијанта овог индекса је хармонизовани индекс потрошачких цена по сталним пореским стопама (НИСР-СТ), који има за циљ да изолује утицај промена пореских стопа на кретање потрошачких цена.

Хармонизовани индекс потрошачких цена по сталним пореским стопама (НИСР-СТ) представља статистички индикатор који мери инфлацију без утицаја промена пореза

на производе, као што су порез на додату вредност, акцизе и друге врсте индиректних пореза. Основна сврха овог индекса јесте да омогући процену у којој мери фискалне мере, пре свега промене пореских стопа, утичу на инфлацију (Eurostat, 2024). У методолошком смислу, НЦР-СТ се израчунава тако што се пореске стопе из децембра претходне године задржавају као фиксне у посматраном периоду. Уколико дође до промене пореских стопа, разлика између стопе раста НЦР-а и НЦР-СТ-а указује на потенцијални ефекат фискалне политике на инфлацију, под претпоставком да се пореске промене у потпуности и тренутно преносе на крајње потрошачке цене (Eurostat, 2024).

У том контексту, када је стопа раста НЦР-а већа од стопе раста НЦР-СТ-а, то указује на то да су порези на производе у посматраном периоду у просеку повећани. Насупрот томе, ситуација у којој је НЦР-СТ већи од НЦР-а најчешће указује на смањење пореског оптерећења на производе. Анализа дугорочних података показује да у еврозони не постоји јасан и конзистентан тренд у разлици између ова два индекса, јер се смер разлике мења готово сваке године (Eurostat, 2024).

Посматрано у периоду последње деценије, разлика између годишњих стопа раста НЦР-а и НЦР-СТ-а у еврозони износила је у просеку нешто мање од 0,1 процентног поена. Овај податак указује на закључак да су повећања и смањења пореза на производе током времена имала релативно ограничен утицај на укупну инфлацију у еврозони. Међутим, у појединим годинама дошло је до значајнијих одступања. На пример, 2016. године стопа раста НЦР-СТ-а била је нижа од НЦР-а, док је у периоду од 2017. до 2019. године забележен супротан тренд, при чему је НЦР-СТ био виши од НЦР-а. Током 2020. године, у условима економских последица пандемије COVID-19, бројне државе су привремено смањиле пореске стопе како би ублажиле негативне економске ефекте, што је довело до тога да НЦР-СТ буде нижи за око 0,6 процентних поена у односу на НЦР (Eurostat, 2024).

Након укидања привремених фискалних мера, 2021. године НЦР-СТ је поново постао виши од НЦР-а. Слична ситуација поновила се и 2022. године, када су бројне државе чланице, као одговор на нагли раст инфлације, привремено смањиле порезе на енергију и одређене основне производе. Као резултат тога, НЦР-СТ је био нижи од НЦР-а за приближно 0,5 процентних поена. Са постепеним укидањем ових мера, од 2023. године НЦР је поново постао нешто виши од НЦР-СТ-а, при чему је разлика износила око 0,2 процентна поена. У 2024. години ова разлика је достигла 0,5 процентних поена, док је у 2025. години поново смањена на око 0,2 процентна поена (Eurostat, 2025).

Анализа појединачних држава чланица показује значајне разлике у ефектима пореских промена на инфлацију. Естонија је имала највећу просечну разлику између стопа НИСР-а и НИСР-СТ-а од око 0,6 процентних поена. Следе Румунија, Белгија и Литванија са просечном разликом од око 0,3 процентна поена, при чему је НИСР-СТ био нижи од НИСР-а. Насупрот томе, у Грчкој, Хрватској и Кипру НИСР-СТ је у просеку био већи од НИСР-а, што указује на смањење пореског оптерећења у посматраном периоду. Највећа негативна разлика забележена је у Хрватској, где је НИСР-СТ био виши за приближно 0,2 процентна поена. У неким државама, као што су Аустрија, Португал, Словенија и Шпанија, разлике између ова два индекса током последње деценије биле су минималне (Eurostat, 2025).

Посматрано по појединачним годинама, највећа позитивна разлика забележена је у Белгији 2023. године, када је НИСР био виши од НИСР-СТ-а за 2,5 процентних поена, док је у Немачкој та разлика износила 1,9 процентних поена. Супротан тренд забележен је 2022. године у Пољској и Холандији, где је НИСР-СТ био значајно виши од НИСР-а, са разликама од 3,1 односно 2,8 процентних поена. У наредном периоду разлике су се постепено смањивале, тако да је 2023. године максимална разлика износила око 0,5 процентних поена, док су 2024. године све државе чланице имале нешто већи НИСР у односу на НИСР-СТ, при чему је највећа разлика забележена у Естонији (1,5 процентних поена) (Eurostat, 2025).

Методолошки посматрано, НИСР-СТ је дефинисан као индекс потрошачких цена у којем се пореске стопе задржавају на нивоу референтног периода, што омогућава директно поређење кретања цена кроз време без утицаја фискалних промена. Пореске стопе могу бити дефинисане као проценат од цене производа или као фиксни износ по физичкој јединици производа (Eurostat, 2024). Детаљни подаци о НИСР-СТ доступни су у бази података Eurostat-а за већину земаља Европске уније од децембра 2002. године, док су од 2012. године доступни и детаљни подаци по СОИСОР категоријама. Од 2015. године ова база обухвата и податке за земље кандидате, укључујући Србију и Северну Македонију (Eurostat, 2024).

За више од двадесет и седам година постојања евра као заједничке валуте, Европска централна банка је у значајној мери успела да обезбеди високу стабилност цена у еврозони. Од увођења евра 1999. године, просечна годишња стопа инфлације у еврозони износила је приближно 2,1% (Peterson Institute for International Economics, 2024), што је близу циљаног нивоа ЕЦБ-а. Овај резултат указује на успешну одрживост ценовне стабилности у региону, упркос периодима значајних шокова, као што су финансијска криза 2008–2009, дугова криза еврозоне, пандемија ковида-19 и енергетска криза изазвана

ратом у Украјини (European Central Bank, 2021; Ferreira et al., 2025). Волатилност инфлације била је знатно нижа у поређењу са периодом пре увођења евра, када су многе земље чланице бележиле знатно веће осцилације цена, што је отежавало економску стабилност и поверење у националне валуте (ЕЦБ, 1998).

Основни задаци Европског система централних банака, а тиме и ЕЦБ-а, дефинисани су Уговором о функционисању Европске уније и обухватају следеће кључне функције: дефинисање и спровођење монетарне политике за еврозону; обављање послова везаних за девизни курс, укључујући управљање девизним резервама; обезбеђивање несметаног функционисања система плаћања; издавање евра као јединог законског средства плаћања; као и прикупљање и анализу статистичких података неопходних за доношење одлука (ЕЦБ, 2025). ЕЦБ такође пружа стручну подршку и савете институцијама ЕУ, доприносећи координацији економских политика.

Монетарна политика централне банке мора се доследно руководити јасно дефинисаним примарним циљем – одржавањем ценовне стабилности (Treaty on the Functioning of the European Union, Art. 127). На основу тог циља, формулише се стратегија монетарне политике, која представља систематски оквир за одређивање инструмената и мера којима се циљ остварује (ЕЦБ, 2021). Иако не постоји универзално оптимална стратегија, она мора бити флексибилна, омогућавајући правовремену реакцију на економске промене и брза прилагођавања у складу са развојем привредних токова. Стратегија истовремено олакшава евалуацију ефеката политике, односно процену да ли примењене мере воде остварењу постављених циљева .

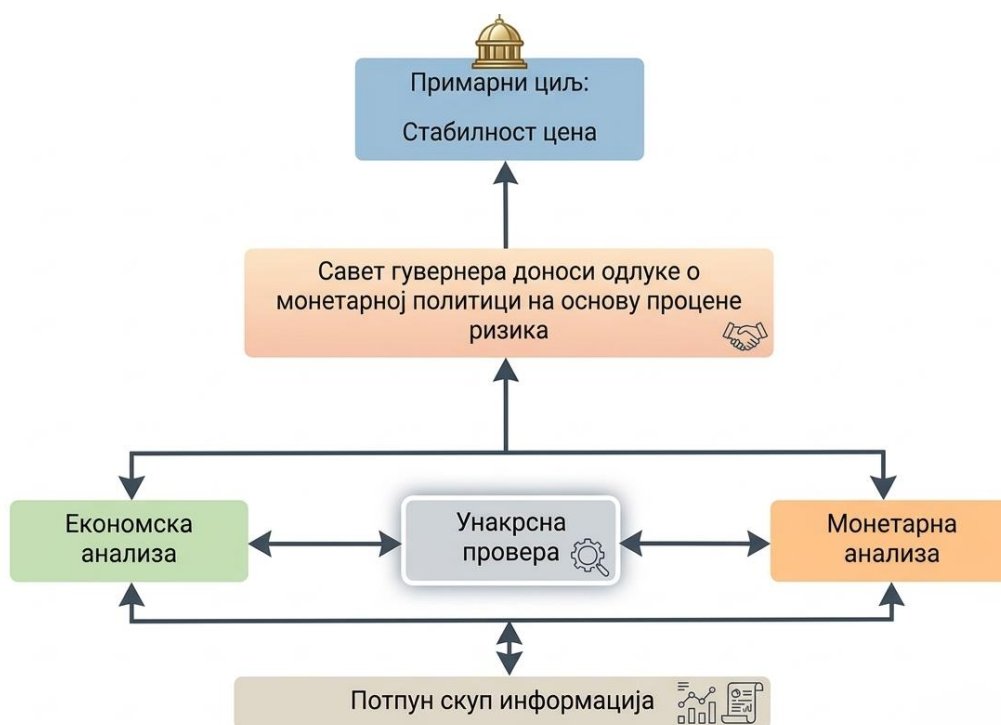
Кључни елемент савремених монетарних политика јесте употреба номиналног сидра као интермедијарног циља, који обезбеђује стабилност цена као крајњи циљ. Монетарне власти примењују различите стратегије таргетирања: таргетирање девизног курса (везивање за стабилну страну валуту или раније за злато), таргетирање монетарних агрегата (контрола раста новчане масе, нпр. М3) и таргетирање инфлације (постављање експлицитног циља за стопу инфлације) (ЕЦБ, 1998). Успех сваке стратегије зависи од чврсте везе између таргетираног индикатора и крајње циљне варијабле, као и од транспарентности, комуникације са јавношћу и одговорности централне банке (ЕЦБ, 2021).

ЕЦБ је своју стратегију еволуирала кроз време. Почетна стратегија из 1998. године, усвојена у октобру исте године, била је „стратегија усмерена ка стабилности“ и састојала се од три елемента: квантитативног дефинисања ценовне стабилности (инфлација испод,

али близу 2%), значајне улоге новца (монетарна анализа) и свеобухватне анализе економских ризика (ЕЦБ, 1998). Овај приступ, познат као „два стуба“ (економска и монетарна анализа), прилагођен је 2021. године, када је уведен симетрични циљ инфлације од 2% у средњем року, а „два стуба“ замењена интегрисаним аналитичким оквиром који комбинује економску, монетарну и финансијску анализу (ЕЦБ, 2021). У 2025. години извршена је редовна процена стратегије, којом је потврђен циљ од 2% као оптималан за одржавање ценовне стабилности, уз периодичну ревизију (следећа очекивана 2030. године) (ЕЦБ, 2025). Таргетирање девизног курса није прихватљиво за еврозону због релативно ниског утицаја курса на цене у великој, релативно затвореној економији, док се инфлационо таргетирање показало ефикасним у обезбеђивању дугорочне стабилности (ЕЦБ, 2021).

У условима високе почетне несигурности 1999. године, ЕЦБ је успела да развије робустан оквир који минимизира грешке у политици и систематски процењује ризике по ценовну стабилност (ЕЦБ, 1998). Данас, упркос недавним инфлационим шоковима (врхунац од преко 10% у 2022. години), инфлација се вратила близу циља, што потврђује ефикасност прилагођене стратегије и посвећеност ЕЦБ-а свом мандату (Trading Economics, 2026; ЕЦБ Data Portal, 2026). Овај развој стратегије наглашава важност адаптивности монетарне политике у сложенем економском окружењу.

Слика 1. Два аспекта стратегије монетарне политике ЕЦБ



Стратегија Европске централне банке (ЕЦБ) заснована је на два основна стуба — економској и монетарној анализи. Ова два стуба чине темељ свеобухватног приступа, чији је циљ да се у процес доношења одлука укључе све информације које имају значај за процену ризика по монетарну стабилност. Економска анализа се бави проучавањем краткорочних и средњорочних фактора који одређују кретање цена у економији, са посебним акцентом на реалну економску активност и кретања на финансијским тржиштима. Ова анализа полази од основног претпостављања да кретања цена у средњем року углавном зависе од односа између понуде и тражње на тржиштима роба, услуга и фактора производње. Са друге стране, монетарна анализа фокусира се на дугорочни однос између количине новца у економији и нивоу цена, служећи као инструмент за унакрсну проверу утицаја различитих фактора које је претходно идентификовала економска анализа, како би се утврдило њихово значење за монетарну политику у средњем и дугом року. Комбинација ових анализа омогућава да се у процесе доношења одлука интегришу све релевантне информације и да се обезбеди потпуна и прецизна основа за формулисање ефективне монетарне политике, узимајући у обзир како краткорочне тако и дугорочне аспекте економског развоја и стабилности (ЕЦБ, 2011).

Економска анализа

Економска анализа усмерена је на систематску и детаљну процену тренутних економских и финансијских кретања, као и на разматрање њихових непосредних и посредних ефеката у краткорочном и средњорочном периоду на стабилност нивоа цена. (European Central Bank, 2025a). Основни елементи ове анализе обухватају детаљно праћење кретања и детерминанти националног и агрегатног аутпута, структуру и динамику агрегатне тражње и њених појединачних компоненти, као и улогу и ефекте фискалне политике унутар економије. Поред тога, пажња се посвећује условима и специфичностима тржишта капитала и рада, различитим показатељима који одражавају кретање цена и трошкова, анализи кретања и узрока промена девизних курсева, као и ситуацији у светској привреди и стању платног биланса. У оквиру овог оквира, економска анализа обухвата и финансијска тржишта, као и билансне позиције различитих сектора привреде еуро зоне, како би се добила комплетна слика економске ситуације. На основу свих ових индикатора врши се процена динамике реалне економске активности и могућих путања кретања нивоа цена, при чему се води рачуна о интеракцијама понуде и тражње за робама, услугама и факторима производње у краткорочним периодима (European Central Bank, 2025a).

Ова врста анализе такође укључује и испитивање природе економских шокова који могу да погоде привреду, процену њихових ефеката на трошкове производње и цене, као и могућности њиховог ширења кроз економију у кратком и средњем року. За доношење адекватних и ефикасних одлука, Савет гувернера мора да има свеобухватно и детаљно разумевање тренутне економске ситуације како би могао да утврди специфичну природу и стварни утицај економских поремећаја који би могли да угрозе стабилност нивоа цена. Процена ових аспеката омогућава и боље разумевање краткорочних флукуација и потенцијалних ризика који могу произаћи из спољних и унутрашњих економских фактора.

Поред тога, детаљно праћење показатеља са финансијских тржишта пружа кључне информације о очекивањима будућих кретања нивоа цена и инфлаторним очекивањима тржишних учесника. Праћење девизног курса има посебан значај, јер његове флукуације директно утичу на цене преко трошкова увоза и увозних инпута, а истовремено могу утицати на конкурентност домаћих производа на међународним тржиштима, што се одражава на домаћу тражњу и кретање цена (European Central Bank, 2025b).

Неодвојив део економске анализе чине макроекономске пројекције, које се заснивају на различитим аналитичким и емпиријским моделима развијеним ради боље процене прошлих и актуелних економских кретања. Ове пројекције омогућавају систематизацију и синтезу великих количина података, обезбеђујући конзистентност и кохерентност анализе. Њихова улога је посебно важна при разматрању сценарија могућих економских ситуација и осцилација инфлације око трендног нивоа у кратком и средњем року. Наравно, управни савет прати резултате ових пројекција заједно са подацима и прогнозама других институција како би се обезбедила што потпунија слика економских кретања и очекивања (European Central Bank, 2025c).

Монетарна анализа

Монетарна анализа у оквиру монетарне политике Европске централне банке (ЕЦБ) представља кључни елемент процене ризика по стабилност цена, посебно у средњем и дугорочном периоду. Њена важност проистиче из емпиријски утврђене чврсте везе између раста монетарних агрегата, пре свега ширег агрегата М3, и стопе инфлације у средњем и дугом року (European Central Bank, 2025a; European Central Bank, 2024).

Ова међузависност указује да промене у количини новца у оптицају могу значајно утицати на стабилност цена, што је примарни циљ ЕЦБ. Због тога се монетарној анализи придаје посебан значај у стратегији монетарне политике, наглашавајући средњорочни фокус на одржавање ценовне стабилности, а не само на краткорочне флукуације. У

ранијем периоду, ЕЦБ је редовно објављивала референтну вредност годишњег раста агрегата М3 на нивоу од 4,5 %, која је сматрана конзистентном са ценовном стабилношћу у средњем року и служила је као оријентир за процену монетарних услова у еврозони (European Central Bank, 2025b). Избор М3 као референтног агрегата проистиче из његове способности да обухвати укупну ликвидност у економији, укључујући најликвидније компоненте попут М1 (трансакциони новац), који је најближе повезан са агрегатном тражњом.

Међутим, монетарна политика не реагује механички на одступања стварног раста М3 од референтне вредности. Пре било какве интервенције, неопходно је детаљно анализирати узроке одступања, укључујући промене у тражњи за новцем, институционалне карактеристике финансијског сектора и друге економске факторе. За ту сврху развијени су модели тражње за новцем и монетарни индикатори који омогућавају прецизнију интерпретацију података (European Central Bank, 2024).

Монетарна анализа подразумева систематску процену ликвидности у економији, засновану на билансима монетарних финансијских институција, структури и компонентама раста М3. Посебна пажња посвећује се најликвиднијим елементима (М1), чије кретање одражава промене у агрегатној тражњи, као и разликама између компоненти М3, како би се утврдило да ли су промене последица портфолио прилагођавања или фундаменталних економских фактора. Одступања од дугорочног тренда раста новца и кредита могу сигнализирати потенцијалне финансијске неравнотеже или стварање ценовних мехурова, са дестабилизујућим ефектима на привреду и ниво цена у средњем року (European Central Bank, 2025a).

Референтна вредност од 4,5 % за раст М3 утврђена је као оријентир, а не као директан циљ интервенције. Савет гувернера проверава овај параметар периодично, али одступања захтевају контекстуалну анализу и процену ризика по стабилност цена. Уколико раст М3 значајно премаши референтни ниво, ЕЦБ може примењивати мере попут повећања краткорочних каматних стопа или других инструмената (European Central Bank, 2025b).

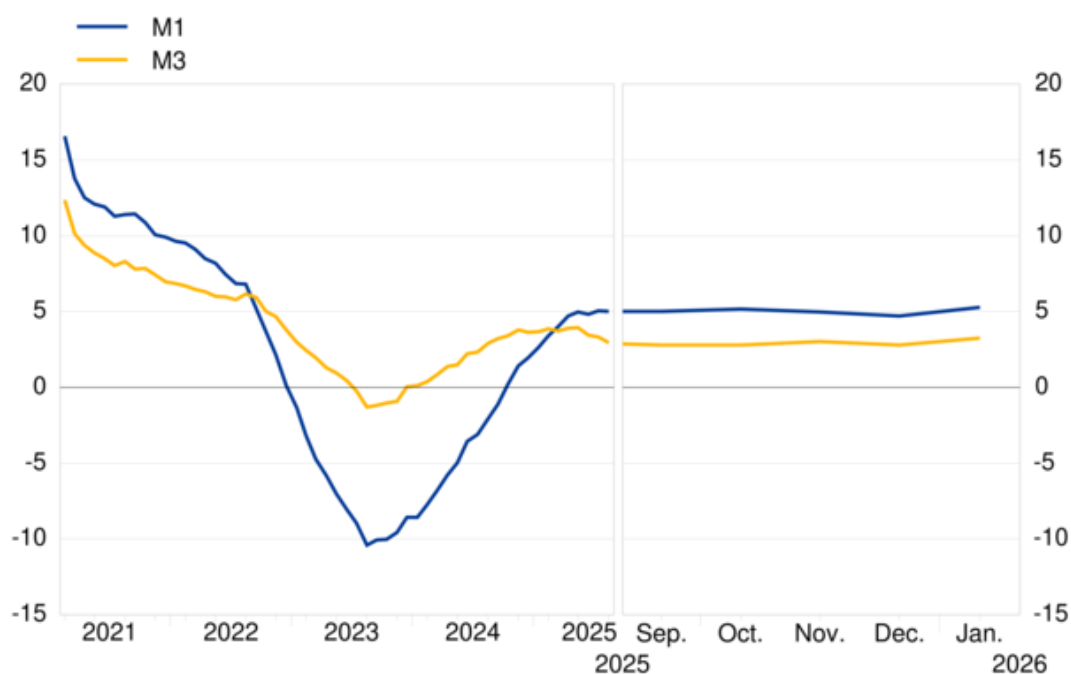
У периоду до 2009. године, раст М3 често је био изнад референтне вредности, са значајним флукуацијама – на пример, просечан годишњи раст преко 7,5 % између 2001. и 2003. године, достижући врхунац од 9 % у 2003., па чак и 12,5 % у каснијим фазама, док је крајем 2009. забележен негативан раст. Упркос томе, инфлација није показивала одговарајуће промене, што је довело до тога да ЕЦБ у одређеним периодима мање тежину

придаје монетарним подацима при доношењу одлука. Ово је потенцијално утицало на кредибилитет стратегије, јер је објављена референтна вредност служила као сигнал тржишту, али није увек директно одређивала акције (European Central Bank, 2025b; Lane, 2024).

Након стратешког прегледа 2021. године, ЕЦБ је прешла на интегрисани аналитички оквир, у којем се монетарна анализа спаја са финансијском у „монетарну и финансијску анализу“, са фокусом на пренос монетарне политике, кредитне канале, ризике од финансијских неравнотежа и макрофинансијске везе, уместо на строгу референтну вредност за М3 (European Central Bank, 2025a). Референтна вредност од 4,5 % више се не користи као формални елемент стратегије, али се монетарни агрегати и даље прате у оквиру шире процене ликвидности и трансмисије политике (European Central Bank, 2025c; European Central Bank, 2024).

Слика 2. Стопа раста монетарног агрегата М3 у периоду 2021.- 2026.

(<http://www.ecb.europa.eu>)



Од самог почетка формирања Европске монетарне уније (ЕМУ) 1999. године, веза између инфлације и раста агрегатног монетарног агрегата М3 била је релативно слаба и нестабилна у пракси, упркос теоријском консензусу да је инфлација у средњем и дугорочном периоду претежно монетарни феномен (European Central Bank, 2025a). Према квантитативној теорији новца, промене у стопи раста М3 требало би да директно утичу на стопу инфлације, али емпиријски подаци показују да ова веза није била јасно изражена,

што је компликовало монетарну анализу и доношење одлука у оквиру Европске централне банке (ЕЦБ).

Стратегија ЕЦБ карактерише се еволуцијом инфлационог таргета, што је често било предмет критика у стручној литератури због почетне неодређености. Од 1998/1999. цене стабилност је дефинисана као инфлација „испод 2%“, а од 2003. као „испод, али близу 2%“ (European Central Bank, 2025b). Ова асиметрична дефиниција (без јасне доње границе) доводила је до тога да је ЕЦБ де факто тежило инфлацији близу 1,6–1,8% у дугим периодима, што је критиковано као претерано рестриктивно (Paloviita et al., 2021, према секундарним изворима).

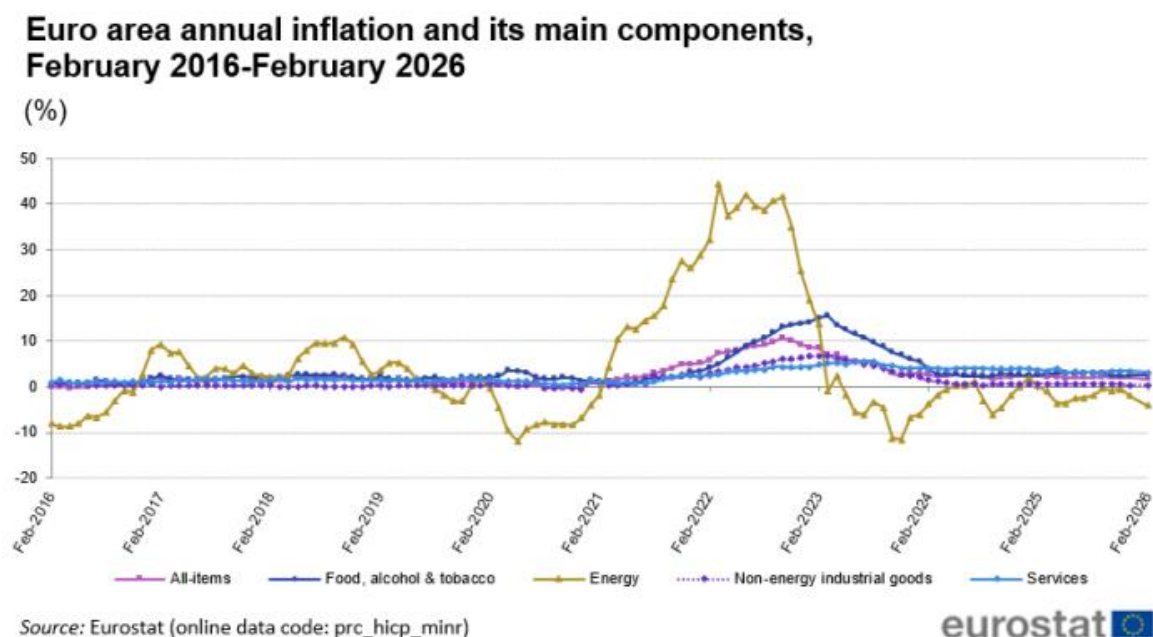
Многи аутори предлажу шири опсег таргета (нпр. 1–4%), аргуменујући да је привреда изложена шокovima (унутрашњим и спољним), па централне банке не могу контролисати инфлацију са високом прецизношћу. Ужи таргет повећава ризик да инфлација често излази из опсега, што може угрозити кредибилитет ЕЦБ. Са друге стране, већина аутора (укључујући референце на радове попут Akerlof et al., 1996, који се често цитирају у дебатама о ниској инфлацији) сматра да умерена позитивна инфлација (око 2–3%) има позитивне ефекте: омогућава флексибилније прилагођавање реалних плата, смањује равнотежни ниво незапослености и подстиче стабилнији раст. Овакав ниво пружа „буфер“ против дефлације и макроекономских дисбаланса.

ЕЦБ је 2021. усвојила симетрични таргет од 2% у средњем року (од јула 2021), што представља компромис: симетрија значи да су и позитивна и негативна одступања подједнако непожељна, а таргет је нешто виши од претходног де факто нивоа (European Central Bank, 2025b; European Central Bank, 2021). Ово је делимично прихваћено као одговор на критике асиметрије и ризика дефлације.

Од увођења евра 1999. до 2024/2025, просечна инфлација у еврозони (HICP) износила је око 2,1% годишње, што је близу таргета упркос недавним екстремним осцилацијама (Peterson Institute for International Economics, 2024). У ранијим периодима (до 2009), просек је био близу 2,2%, а инфлација је често премашивала 2% (у значајном проценту месеци/година, посебно током 2000-их и пост-2021. периода). Ова превишеност указује на практичне изазове у постизању строгог циља, посебно због енергетских шокова и пандемије. Асиметрична дефиниција (без јасне доње границе до 2021) стварала је проблеме у комуникацији и перцепцији политике. Предлози за унапређење укључују: симетрични опсег (нпр. 1–3% или 1–2%), фиксну тачку од 2,5% као компромис између стабилности и флексибилности или потпуну симетрију око тачке од 2%.

Ово одражава равнотежу између кредибилитета, флексибилности и ризика дефлације/рецесије, а актуелна стратегија ЕЦБ из 2021. представља значајан корак ка већој јасноћи и симетрији (European Central Bank, 2025a).

Слика 3. Кретање стопе инфлације у Еврозони (<http://www.ecb.europa.eu>)



Подаци представљени у Слици 3. засновани су на Хармонизованом индексу потрошачких цена (НИСР) еврозоне доступном 3. марта 2026. године. Они се односе на еволуирајући састав еврозоне. Стога, подаци за месеце до децембра 2025. представљају еврозону са 20 земаља, док подаци од јануара 2026. па надаље представљају еврозону са 21 земљом.

Почевши од објављивања података за јануар 2026. године, примећено је више методолошких промена у НИСР:

- индекс се сада саставља према новој Европској класификацији индивидуалне потрошње према намени верзије 2 (European Classification of Individual Consumption According to Purpose version 2), усклађеној са класификацијом UN COICOP 2018;
- Игре на срећу укључене су у НИСР као део услуга рекреације, у оквиру дивизије „Рекреација, спорт и култура“;
- Период референце индекса ажуриран је на 2025=100;
- Бугарска је приступила еврозони.

(Напомена: Ове промене су званично ступиле на снагу од фебруара 2026. за објављивање података, а Бугарска је постала 21. чланица еврозоне од 1. јануара 2026. године, што је

потврђено од стране Европске комисије, Европске централне банке и Eurostat-a. Подаци за еврозону од јануара 2026. укључују Бугарску – ЕА21.)

Европска централна банка (ЕЦБ) је од свог оснивања примењивала специфичан приступ монетарној политици, који се разликовао од класичног инфлационог таргетирања (inflation targeting) примењеног у многим другим развијеним централним банкама. Иако је циљ ценовне стабилности дефинисан као годишњи раст цена у распону 0–2% (касније прецизиран на „испод, али близу 2%“ до 2021. године), ЕЦБ је формално одбијала да усвоји стратегију стриктног таргетирања инфлације као главни оквир политике (European Central Bank, 2025a). Уместо тога, користила је двостубни (two-pillar) приступ, где је први стуб био економска анализа (агрегатна тражња, понуда, фискална политика итд.), а други стуб монетарна анализа (праћење монетарних агрегата, посебно М3, са референтном вредношћу раста од 4,5%).

Овакав хибридни систем омогућавао је ЕЦБ да комбинује предности оба приступа: средњорочну оријентацију на инфлацију и дугорочну улогу новца као индикатора инфлационих притисака, без потпуне посвећености ни једном од два чиста модела. Међутим, употреба термина „референтна вредност“ за М3 смањила је његову обавезујућу снагу, док је одбијање класичног инфлационог таргетирања доводило до перцепције неодређености и недостатка доследности (European Central Bank, 2025b). Као резултат, стратегија је често критикована због одсуства јасног и предвидљивог оквира, што отежава процену ефикасности мера и кредибилитет банке.

Један од кључних проблема је слабост монетарних агрегата као поузданих индикатора будуће инфлације, посебно у условима ниске инфлације, финансијских иновација и развоја небанкарског финансирања. Емпиријски подаци показују да је веза између раста М3 и инфлације постала слаба, што је довело до постепеног напуштања монетарног таргетирања у већини развијених земаља (нпр. Фед, Банка Енглеске, Банка Канаде). ЕЦБ се дуго истицала као изузетак, задржавајући значај монетарне анализе, али то је доводило до ризика погрешних одлука, јер се одређени подаци о монетарном расту често игнорисали у пракси (European Central Bank, 2025a).

Стратешки преглед 2021. године донео је значајне промене: уведен је симетрични инфлациони циљ од 2% у средњем року (симетрија значи да су одступања изнад и испод циља подједнако непожељна), а двостубни оквир замењен је интегрисаним аналитичким приступом који спаја економску анализу са монетарном и финансијском анализом (European Central Bank, 2025b). Монетарни агрегати више нису посебан „стуб“, већ део

шире процене трансмисије политике, кредитних канала, финансијских неравнотежа и макрофинансијских ризика. Овај интегрисани оквир фокусиран је на функционисање трансмисије монетарне политике и потенцијалне нежељене ефекте, без механичког ослањања на МЗ.

Додатни преглед стратегије 2025. потврдио је ове промене: симетрични циљ од 2% остаје на снази, а анализа се заснива на интегрисаном оквиру који наглашава економске и монетарно-финансијске индикаторе, са посебним освртом на трансмисију и финансијску стабилност као предуслов ценовне стабилности (European Central Bank, 2025a; European Central Bank, 2025c). ЕЦБ више не примењује класични двостубни модел, већ флексибилан, податцима вођен приступ без прекомитања на фиксне путање каматних стопа.

Прелазак на флексибилно таргетирање инфлације (са симетричним циљем од 2%) омогућио би већу транспарентност, одговорност и кредибилитет, јер би одлуке биле засноване на јасном циљу и прогнозама, а не на селективном игнорисању монетарних података. Овај приступ боље одговара савременим условима са ниским каматним стопама, финансијским иновацијама и спољним шокovima, а ЕЦБ је већ усвојила елементе тог модела након 2021. и 2025. прегледа.

2.3. Инструменти монетарног регулисања

Централне банке имају на располагању читав спектар различитих инструмената монетарног регулисања, које могу да примењују у настојању да остваре основне и крајње циљеве монетарне политике, а то су пре свега стабилност економског система, постизање пуне запослености радне снаге и подстицање одрживог привредног раста. У том процесу оне се служе низом различитих алата који могу имати различит интензитет и степен директности деловања. Неки од њих делују снажније и непосредније, док други имају индиректан и постепен ефекат. Међу најзначајнијим инструментима могу се издвојити кредити који се одобравају пословним банкама, затим регулисање висине каматних стопа на тржишту, одређивање и корекција стопе обавезне резерве коју банке морају држати код централне банке, затим куповина и продаја државних хартија од вредности као један од главних механизма контроле новчане масе, али и различити поступци усмерени на регулисање и очување ликвидности самих банака (European Central Bank, 2026a).

Међутим, када је реч о ефектима који проистичу из употребе ових различитих инструмената монетарне политике, међу економистима не постоји јединствен став. Наиме, научници и практичари економије различито тумаче улогу појединих инструмената у

оквиру такозваног трансмисионог механизма монетарне политике, као и њихову релативну важност у постизању задатих макроекономских циљева. Због тога се током историјског развоја економске мисли и праксе дешавало да поједини инструменти буду у једном периоду сматрани изузетно важним и коришћени као главни, док су у другим периодима њихова улога и значај били умањивани у корист неких других мера. Применом појединачних инструмената, или пак њиховом пажљиво изабраном комбинацијом, у складу са начином њиховог креирања, централна банка може утицати на количину, односно квантум новчане масе у оптицају, што је од пресудне важности за постизање оптималног нивоа привредног развоја који би у исто време обухватио стабилност економског система и континуирани раст (European Central Bank, 2025a)..

Врста и комбинација инструмената монетарне политике који ће бити изабрани зависе од више различитих фактора. Пре свега, битан је степен развијености финансијског тржишта у датој земљи, затим величина саме економије, али и степен отворености привреде према свету, односно колико је економија повезана са међународним трговинским и финансијским токовима. Један од кључних елемената је и кредибилитет монетарних власти, јер поверење јавности и тржишта у њихову доследност значајно утиче на успех мера које се спроводе. Поред тога, важну улогу има и целокупан макроекономски амбијент у коме се мере реализују, као и избор режима девизног курса који одређена економија спроводи, било да је реч о фиксном, управљано флукутирајућем или слободно плутајућем курсу (European Central Bank, 2025a)..

Када говоримо о инструментима монетарне политике, под њима се у суштини подразумевају „варијабле управљања путем којих монетарне власти дефинишу количину новца у оптицају, уједно регулишу ликвидност банкарског система и настоје да очувају укупну ликвидност економије у њеном односу са иностранством“. То значи да централна банка има могућност да делује на два основна начина: прво, директно, користећи своју регулаторну моћ и доносећи прописе који имају непосредан ефекат; друго, индиректно, тако што утиче на новчане токове у економији, на висину каматних стопа и на кредитну активност пословних банака преко деловања на ниво њихове ликвидности, као и ликвидности других финансијских институција (European Central Bank, 2025a; Nakashima et al., 2023).

У складу са оваквим концептуалним приступом, инструменти монетарне политике могу се поделити у две велике и основне групе. Прву групу чине квантитативни инструменти, чије је дејство усмерено на целокупну привреду у целини, без изузетака и селективности, па се њихови ефекти равномерно осећају у економском систему. Другу

групу представљају квалитативни инструменти, који делују много селективније и циљаније – они се односе на одређене врсте кредита, на специфичне кориснике тих кредита, на конкретне намене за које се средства користе, на дужину рокова отплате или на ниво каматних стопа. На тај начин, квалитативни инструменти омогућавају усмеравање кредита и финансијских токова ка приоритетним секторима или корисницима које држава и монетарне власти желе да стимулишу (European Central Bank, 2025a; Nakashima et al., 2023).

Слика 4. Инструменти монетарне политике (<http://www.ecb.europa.eu>)

<p>Директни инструменти</p> <ul style="list-style-type: none"> • непосредно постизање монетарних циљева ✓ регулисање каматне стопе ✓ регулисање пораста пласмана банака 	<p>Квантитативни инструменти</p> <ul style="list-style-type: none"> • опште деловање ✓ политика обавезних резерви, ✓ политика есконтне стопе, ✓ операције отвореног тржишта
<p>Индијектни инструменти</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ користе однос између новчане масе и примарног новца 	<p>Квалитативни инструменти</p> <ul style="list-style-type: none"> • делују селективно: ✓ врсте кредита, ✓ корисника кредита, ✓ намена кредита, ✓ начин коришћења, ✓ рокови кредита, ✓ камате

У економској и финансијској теорији постоји широко прихваћени консензус да, у условима развијеног финансијског тржишта, индијектни (тржишно оријентисани) инструменти монетарне политике имају значајну предност над директним (административним) мерама (European Central Bank, 2025a). Индијектни инструменти омогућавају да тржиште самостално алоцира кредите према секторима и субјектима са највишим приносима и потребама, чиме се остварује ефикаснија расподела ресурса, стабилност финансијског сектора, подстицање инвестиција и одрживи привредни раст (European Central Bank, 2025a; Banco de España, n.d.).

Европска централна банка располаже широким спектром инструмената за спровођење монетарне политике, чији је примарни циљ ценовна стабилност (инфлација од 2% у средњем року, симетрично око те тачке од 2021. године), уз подршку општем економском расту без угрожавања примарног мандата (European Central Bank, 2025b).

Савет гувернера дефинише и примењује ове инструменте, који се деле у три основне групе: операције на отвореном тржишту, сталне олакшице и обавезне резерве (European Central Bank, 2026a; Banco de España, n.d.).

Операције на отвореном тржишту представљају примарни и најважнији инструмент за управљање ликвидношћу и усмеравање краткорочних каматних стопа (European Central Bank, 2026a). Оне обухватају трансакције куповине/продаје хартија од вредности, углавном преко тендерских процедура, које координира ЕЦБ, а извршавају националне централне банке (децентрализовани модел). Кључни типови су:

- Главне операције рефинансирања (MROs): недељне, рок 7 дана, реверзибилне трансакције са пуним алоцирањем, служе за усмеравање каматних стопа и ликвидности (European Central Bank, 2026a).
- Дуже рефинансирајуће операције (LTROs): тромесечне, обезбеђују стабилну ликвидност (European Central Bank, 2026a).
- Операције финог подешавања: краткорочне, за прецизну контролу осцилација ликвидности (често брзи тендери или билатералне процедуре).
- Структурне операције: дугорочне, за трајно прилагођавање ликвидносне позиције (реверзибилне, потпуне трансакције или емисија дужничких сертификата).

Реверзибилне трансакције (репо аранжмани са колатералом) доминирају, док се дужнички сертификати користе за апсорпцију вишка ликвидности (European Central Bank, 2026a). Ове операције су флексибилне, брзе и под пуном контролом ЕЦБ, омогућавајући прецизно управљање монетарним условима (Banco de España, n.d.). Сталне олакшице (standing facilities) обезбеђују преконоћну ликвидност и апсорпцију вишка, формирајући коридор каматних стопа око стопе главних рефинансирајућих операција (European Central Bank, 2026a):

- Маргинална кредитна олакшица (marginal lending facility): горња граница (2,40% у фебруару 2026.), преконоћни кредити уз колатерал.
- Депозитна олакшица (deposit facility): доња граница (2,00% у фебруару 2026.), депоновање вишка без колатерала.

Наведене олакшице имају сигналну функцију и спречавају екстремна одступања преконоћних стопа (European Central Bank, 2026a). Обавезне резерве служе стабилизацији каматних стопа и ликвидности. Стопа је 1% одређених пасива (од 2012. године, без промена до 2026.), обрачунава се као просек током шестонедељног периода одржавања, а ЕЦБ исплаћује камату по стопи главних рефинансирајућих операција (European Central Bank, 2026a; Bundesbank, n.d.). Овај инструмент подржава операције на отвореном

тржишту, али у условима високе вишка ликвидности (пост-QE) има ограничену улогу у активном управљању (European Central Bank, 2025a).

У периоду од 2016. до 2026. дошло је до значајних промена: стратешки преглед 2021. увео симетрични циљ од 2%, интегрисани аналитички оквир (економска + монетарно-финансијска анализа) и неконвенционалне инструменте (APP, PEPP, TLTRO, TPI) који су интегрисани у нормализацију (European Central Bank, 2025b). Оперативни оквир прегледан 2024–2026. фокусира се на трансмисију политике у условима смањења биланса, али основни инструменти остају исти, са нагласком на флексибилност и амортизацију вишка ликвидности (European Central Bank, 2026a; Banco de España, n.d.).

2.4. Механизми трансмисије монетарне политике

Трансмисиони механизам монетарне политике представља сложен процес путем којег одлуке носилаца монетарне политике, пре свега ЕЦБ, утичу на кључне монетарне агрегате, а посредно и на реалну економску активност, агрегатну тражњу, ниво цена и обим производње (European Central Bank, 2026a). Овај механизам карактеришу дуга, променљива и неизвесна временска закашњења, што отежава прецизно предвиђање ефеката монетарних мера на привреду и инфлацију (European Central Bank, 2026a). Ефекти се не преносе једнострано, већ кроз више међусобно повезаних канала трансмисије, чији интензитет и брзина зависе од економских услова, структуре финансијског система, степена номиналних ригидности и спољних шокова (European Central Bank, 2025a; European Central Bank, 2025b).

Разумевање канала трансмисије кључно је за ефикасно спровођење монетарне политике, јер омогућава централној банци да прецизније идентификује најефикасније инструменте (нпр. каматне стопе, операције на отвореном тржишту, неконвенционалне мере), одреди оптимални тајминг и интензитет мера, као и да процени потенцијалне ризике и нежељене ефекте (European Central Bank, 2026a). Познавање ових канала помаже у процени како ће се промене политике одразити на привреду у кратком и средњем року, с обзиром да ЕЦБ не утиче директно на реалне економске величине, већ преко посредних процеса на финансијским тржиштима и одлукама економских субјеката (домаћинстава и предузећа).

Механизам трансмисије пролази кроз две основне фазе. У првој фази, промене у инструментима монетарне политике (пре свега референтне каматне стопе) утичу на услове на финансијском тржишту: кретање каматних стопа, цена финансијске и нефинансијске активе, девизни курс, ликвидност и кредитне услове (European Central Bank, 2026a). У

другој фази, ови услови прелазе на одлуке домаћинстава и предузећа, утичући на потрошњу, инвестиције и укупну агрегатну тражњу (European Central Bank, 2026a).

У дугом року, монетарна политика утиче претежно на номиналне варијабле (ниво цена, новчана маса), док реалне величине (продуктивност, запосленост) остају ван трајног утицаја, у складу са класичном дихотомијом (European Central Bank, 2025a). У кратком року, међутим, промене у номиналној потрошњи могу имати значајне реалне ефекте, чија величина зависи од степена номиналних ригидности цена и плата, као и опште флексибилности економије (European Central Bank, 2026a). Монетарна политика такође директно утиче на цене преко формирања инфлационих очекивања учесника на тржишту, што је посебно важно за одржавање симетричног циља инфлације од 2% у средњем року (European Central Bank, 2025b).

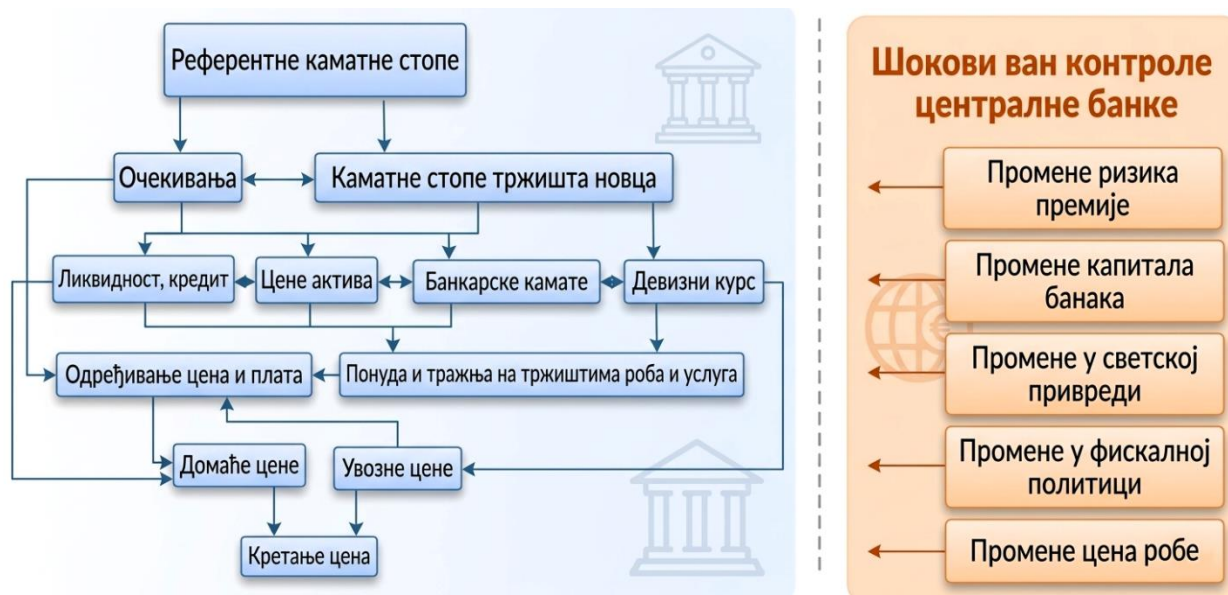
Главни канали трансмисије монетарне политике ЕЦБ, према актуелном оквиру, укључују (European Central Bank, 2026a):

- Канал каматних стопа (interest rate channel): Промене референтних стопа утичу на тржишне каматне стопе, трошкове задуживања и штедње, што мења потрошњу и инвестиције.
- Канал цена актива (asset price channel): Монетарне мере утичу на цене акција, обвезница и некретнина, мењајући богатство домаћинстава и трошкове капитала предузећа.
- Канал девизног курса (exchange rate channel): Промене стопа утичу на курс евра, што се одражава на цене увоза, извозну конкурентност и инфлацију.
- Канал кредита (credit channel): Укључује банкарски канал кредитирања (bank lending channel) и билансни канал (balance sheet channel), где се монетарна политика преноси преко способности банака да позајмљују и финансијског стања задужилаца.
- Канал очекивања (expectations channel): Форвард гвиданс и комуникација утичу на инфлациона и економска очекивања, што појачава трансмисију.
- Канал биланса стања централне банке (balance sheet channel): Неконвенционалне мере (нпр. куповина имовине) утичу на ликвидност, портфолио ребалансирање и финансијске услове.

Ови канали нису статични – њихова снага варира у зависности од економског циклуса, структуре банкарског сектора, хетерогености земаља еврозоне, спољних шокова и нивоа неизвесности (European Central Bank, 2025b). У периоду после 2021. године, ЕЦБ наглашава интегрисани аналитички оквир који комбинује економску и монетарно-

финансијску анализу, са фокусом на трансмисију политике и ризике од финансијских неравнотежа (European Central Bank, 2025a). Разумевање ових канала представља суштински предуслов за ефикасну монетарну политику, јер омогућава бољу процену ефеката мера и минимизацију нежељених последица по реалну економију.

Слика 5. Шематски приказ главних канала трансмисије монетарне политике (<http://www.ecb.europa.eu>)



Трансмисиони механизам монетарне политике у оквиру Евросистема истраживан је од самог почетка увођења евра 1999. године, са фокусом на то како промене референтних каматних стопа ЕЦБ– укључујући стопе на главне рефинансирајуће операције и сталне олакшице – непосредно утичу на услове на новчаном тржишту (European Central Bank, 2026a). Ове промене постепено се преносе на друге каматне стопе, девизни курс, цене финансијских и реалних актива, као и на доступност и обим кредитирања (European Central Bank, 2025a). Процеси прилагођавања нису истовремени, већ се одвијају са дугим, променљивим и неизвесним временским закашњењима (long, variable and uncertain time lags), чија дужина зависи од специфичности тржишта, економских услова и структуре финансијског система (European Central Bank, 2026a).

Једна кључна карактеристика јесте антиципација тржишта: учесници често предвиђају будуће промене референтних стопа, па се услови на финансијским тржиштима могу делимично прилагодити још пре формалних одлука ЕЦБ (European Central Bank, 2025b). Ово се посебно односи на форвард гвиданс и комуникацију централне банке, који утичу на очекивања и појачавају трансмисију (European Central Bank, 2026a). Поред тога, непредвиђени економски шокови (нпр. енергетски, геополитички) могу нарушити

нормалне путеве трансмисије, па ЕЦБ мора активно пратити и реаговати на кретања која угрожавају стабилност цена у средњем року (European Central Bank, 2025a).

Механизам трансмисије у еврозони представља сложен процес којим монетарне мере утичу на привредну активност и ниво цена, са примарним циљем Савета гувернера ЕЦБ да обезбеди стабилност цена (инфлација од 2% у средњем року, симетрично) (European Central Bank, 2025b). Карактерише га дуг, променљив и неизвесан временски лаг, што отежава прецизно предвиђање ефеката (European Central Bank, 2026a). Емпиријска истраживања показују да у развијеним економијама еврозоне (нпр. Немачка, Француска) просечни лаг до пуног ефекта на инфлацију и аутпут износи 12–18 месеци за headline инфлацију, док за core и services инфлацију може трајати више од 2 године (Zlobins, 2025). У новијим чланицама ЕУ (нпр. пост-транзиционе економије) лаг је краћи, обично 10–20 месеци, због различитих структурних карактеристика, мање развијеног финансијског система и бржег преношења (Navránek et al., 2012; Zlobins, 2025). Ове разлике проистичу из хетерогености еврозоне, укључујући банкарску оријентацију, отвореност економије и институционалне факторе, као и од методологије студија (European Central Bank, 2026a).

Најзначајнији канал у еврозони јесте канал каматних стопа (interest rate channel): повећање референтних стопа има изражен, али углавном привремени ефекат на смањење укупног аутпута, са најјачим утицајем између 1 и 2 године након промене (Zlobins, 2025; European Central Bank, 2026a). Прилагођавање цена одвија се знатно спорије и постепеније, често са пролонгираним ефектима. Каматне стопе утичу и преко кредитне активности банака (bank lending channel) и билансног стања задужилаца (balance sheet channel), што се одражава на инвестиције и запосленост (European Central Bank, 2026a).

Механизам се најбоље разуме кроз више повезаних корака: изменом званичних каматних стопа ЕЦБ дефинише услове задуживања за банке (монопол над емисијом новца), што се директно преноси на новчано тржиште, а посредно на каматне стопе комерцијалних банака (European Central Bank, 2026a). Очекивања о будућим стопама снажно утичу на средњорочне и дугорочне каматне стопе, при чему дугорочне стопе зависе од тржишних очекивања краткорочних стопа и поверења у ЕЦБ (European Central Bank, 2025b). Трошкови капитала, тесно повезани са каматним стопама, одређују ефекте на инвестиције, потрошњу и агрегатну тражњу.

Дугорочни ефекти су израженији у отворенијим економијама, у земљама са вишим степеном независности централне банке и нижим просечним растом (European Central

Bank, 2026a). У просеку, након повећања стопа долази до постепеног смањења цена, без тренутне реакције. Посебан значај има ефикасна комуникација ЕЦБ, јер управља очекивањима и појачава трансмисију (European Central Bank, 2025b). Емпиријска истраживања показују да промене у комуникацији претходе стварним променама краткорочних стопа за око 14 месеци, што побољшава укупну ефикасност политике и помаже у спречавању инфлаторних трендова супротних циљу стабилности цена (Czudaj, 2025).

3. Народна банка Србије

Потреба за оснивањем централне банке у Србији јавила се убрзо након коначног ослобођења од османске власти 1878. године и стварања услова за изградњу сопствених државних и финансијских институција (Narodna banka Srbije, n.d.a). Међутим, од првих идеја и иницијатива до стварне реализације прошло је скоро три деценије. Тек 2. јула 1884. године (14. јула по јулијанском календару) Србија је добила своју прву централну банку под називом Привилегована народна банка Краљевине Србије (Narodna banka Srbije, n.d.a; Narodna banka Srbije, 2024). Банка је основана као приватно акционарско друштво са привилегованим положајем, а не као чисто државна установа, при чему је држава задржала значајан степен контроле над њеним радом (Narodna banka Srbije, n.d.a).

Организација Банке била је уређена по узору на Белгијску народну банку, која се у то време сматрала моделом модерне централне банке (Narodna banka Srbije, n.d.a). У складу са тим, одмах су успостављени органи управљања и контроле: Збор акционара, Главни одбор, Управни одбор, Надзорни одбор и Есконтни одбор, док су предвиђене функције гувернера као главног руководиоца и вицегувернера као његовог заменика (Narodna banka Srbije, n.d.a). Први гувернер био је Алекса Спасић, постављен у марту 1884. године. У почетку је Банка била смештена у изнајмљеном простору у Кнез Михаиловој улици у Београду, да би касније добила сопствено репрезентативно здање у Улици краља Петра, у коме се и данас налази седиште Народне банке Србије (Narodna banka Srbije, n.d.a).

Од оснивања до данас, Народна банка је више пута мењала облик, функције и називе, одражавајући политичке и економске промене у држави. Након Првог светског рата и стварања Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца, 26. јануара 1920. године Привилегована народна банка Краљевине Србије трансформисана је у Народну банку Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца, са проширеним делокругом пословања на целу територију нове државе (Narodna banka Srbije, n.d.a). Са променом имена државе 3. октобра 1929. године банка је наставила рад под називом Народна банка Краљевине Југославије, при чему је њен главни задатак постало очување стабилности националне валуте (Narodna banka Srbije, n.d.a). Током 1931. године њена улога је значајно проширена: примарна функција постало је вођење монетарне политике, док је кредитна политика постала секундарна (Narodna banka Srbije, n.d.a).

Током Другог светског рата Банка није могла нормално да функционише, па је своје најважније послове обављала преко представништва у Лондону (Narodna banka

Srbije, n.d.a). Након рата, у септембру 1946. године извршена је национализација, чиме је Банка постала у потпуности државна институција под именом Народна банка Југославије (Narodna banka Srbije, n.d.a). Након распада СФРЈ и формирања нових државних оквира, Законом за спровођење Уставне повеље државне заједнице Србија и Црна Гора (ступио на снагу 4. фебруара 2003. године) Народна банка Југославије наставила је рад као орган државе Србије (Narodna banka Srbije, n.d.a). Законом о Народној банци Србије од 19. јула 2003. године („Службени гласник РС“, бр. 72/2003 и касније измене) прецизно су дефинисани њен правни положај, организациона структура, овлашћења и надлежности (Narodna banka Srbije, n.d.b; „Службени гласник РС“, 2025). Од тада Народна банка Србије функционише као независна институција са јасно утврђеним статусом, одговорна Народној скупштини Републике Србије за свој рад (Narodna banka Srbije, n.d.b). У спровођењу монетарне политике делује самостално и без директног мешања других органа власти, али тесно сарађује са Владом Републике Србије и осталим државним институцијама ради усклађености економске и финансијске политике државе (Narodna banka Srbije, n.d.b).

3.1. Структура и функционисање

Народна банка Србије (НБС) представља централну банку Републике Србије, организовану као јединствено правно лице чији је капитал у целости у власништву Републике Србије (Narodna banka Srbije, n.d.a). Овакав модел организације обезбеђује концентрацију функција врховне монетарне власти у једном центру одлучивања, што подразумева да све кључне активности монетарне политике и управљања финансијском стабилношћу проистичу из једне институције. На том принципу почива основно правило „једна држава – једна банка“, које се примењује у Србији у складу са уставним и законским оквиром („Службени гласник РС“, 2025).

У складу са Уставом Републике Србије и Законом о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 72/2003, са изменама и допунама до 2025. године), НБС нема статус органа државне управе и није орган Републике Србије у ужем смислу (Narodna banka Srbije, n.d.a; „Службени гласник РС“, 2025). То подразумева да НБС нема старешину као министарства или други државни органи, већ поседује сопствену унутрашњу структуру органа управљања. Органи Народне банке Србије су Извршни одбор, гувернер и Савет гувернера (Narodna banka Srbije, n.d.a). Поред њих, у оквиру институције делују и функционери као што су вицегувернери, директор Управе за надзор над финансијским институцијама и генерални секретар.

Извршни одбор је централни оперативни орган НБС и састоји се од гувернера и вицегувернера (Narodna banka Srbije, n.d.a). Тренутно функцију гувернера обавља др Јоргованка Табаковић (од августа 2012. године, са продуженим мандатом до 2030. године), док су вицегувернери др Жељко Јовић, Ана Ивковић, Драгана Станић и Никола Драгашевић (Narodna banka Srbije, 2026a). Директор Управе за надзор над финансијским институцијама такође учествује у раду одбора у складу са законом. Извршни одбор дефинише основне смернице монетарне и девизне политике, усваја програм монетарне политике, утврђује референтну каматну стопу и друге каматне стопе, одређује методологију обрачуна камата, услове издавања хартија од вредности НБС, правила операција на отвореном тржишту и дисконтних послова, политику краткорочног кредитирања, политику курса динара, основице и стопе обавезне резерве, смернице за управљање девизним резервама, као и мере за обезбеђење ликвидности банака и стабилности финансијског система (Narodna banka Srbije, n.d.a; „Службени гласник РС“, 2025). Одбор доноси одлуке већином гласова свих чланова, а у случају изједначеног броја гласова одлучује глас гувернера.

Гувернер је на челу НБС и истовремено руководи пословањем институције, званично је представља у правним и финансијским односима (Narodna banka Srbije, n.d.a). Гувернер руководи укупним пословањем, организује рад НБС, спроводи одлуке Извршног одбора и Савета гувернера, доноси прописе и акте ван надлежности других органа, предлаже прописе које доносе Извршни одбор и Савет, уређује унутрашњу организацију и систематизацију радних места, именује и разрешава руководиоце организационих јединица и обавља друге послове утврђене законом (Narodna banka Srbije, n.d.a). Као председник Извршног одбора, гувернер потписује сва решења овог органа.

Савет гувернера чини пет чланова, укључујући председника, које именује Народна скупштина на предлог Одбора за финансије (Narodna banka Srbije, n.d.a). Мандат траје пет година, са могућношћу поновног избора. Тренутни председник је др Иван Николић (од марта 2025. године, четврти мандат), а чланови су проф. др Небојша Савић, др Ана Јовановић и други стручњаци из области економије и финансија (Narodna banka Srbije, 2026b). Савет усваја Статут НБС (на предлог Извршног одбора), одређује режим курса динара (уз сагласност Владе), доноси стратегију управљања девизним резервама, одлучује о чланству Србије у међународним финансијским институцијама, усваја финансијски план, годишње финансијске извештаје, бира спољног ревизора и надгледа примену његових препорука, као и систем финансијског извештавања, управљања ризицима и унутрашњих контрола (Narodna banka Srbije, n.d.a; „Службени гласник РС“, 2025). Одлуке

се доносе већином гласова, а Савет подноси извештаје Народној скупштини најмање два пута годишње.

НБС као правно лице саставља годишње финансијске извештаје у складу са Међународним стандардима финансијског извештавања (IFRS), који обухватају период од 1. јануара до 31. децембра (Narodna banka Srbije, n.d.a). Статутом НБС предвиђена је функција генералног секретара, који координира рад одређених организационих јединица (нпр. рачуноводство, људски ресурси, набавке, општи послови) и потписује службену кореспонденцију у оквиру својих овлашћења (Narodna banka Srbije, n.d.a). Тренутни генерални секретар је др Наташа Таћевић (или актуелни носилац функције према званичним подацима).

Послови НБС организовани су кроз више основних организационих јединица, укључујући Управу за надзор над финансијским институцијама, Завод за израду новчаница и кованог новца – Топчидер, као и мрежу филијала у Београду, Новом Саду, Нишу, Крагујевцу и Ужицу (Narodna banka Srbije, n.d.a).

НБС функционише као самосталан и независан орган у вршењу својих функција, али сноси одговорност пред Народном скупштином Републике Србије, којој је уставом и законом поверена надзорна улога (Narodna banka Srbije, n.d.a; „Службени гласник РС“, 2025). Обавезе извештавања укључују: достављање програма монетарне политике за наредну годину (најкасније до 15. децембра), годишњег извештаја о монетарној политици и стабилности финансијског система (до 30. јуна наредне године), полугодишњег извештаја о монетарној политици (до 30. септембра) и годишњег извештаја о пословању (до 30. јуна наредне године).

Иако Закон о НБС формално обезбеђује независност у одабиру циљева и инструмената монетарне политике, постоје ограничења: гувернера и чланове Савета гувернера именује и разрешава Народна скупштина на предлог председника Републике, што делимично умањује степен независности (Narodna banka Srbije, n.d.a). У условима транзиције и земаља у развоју, монетарна политика неизбежно се усклађује са општом економском политиком Владе, па потпуна институционална самосталност остаје компромис између формалне аутономије и реалних економских потреба (Narodna banka Srbije, n.d.a).

3.2. Циљеви и стратегије монетарне политике

Основни и најважнији циљ Народне банке Србије јесте постизање стабилности цена у земљи и њено трајно очување. Управо овај циљ представља темељ и основу

целокупне њене делатности. Међутим, Народна банка Србије не зауставља своју улогу само на томе – без угрожавања примарне мисије, она такође даје значајан допринос очувању и додатном јачању стабилности целокупног финансијског система у земљи. Другим речима, кључна улога НБС огледа се у обезбеђивању и чувању монетарне стабилности, али и у очувању финансијске стабилности.

Када говоримо о монетарној стабилности, мисли се на стање у којем инфлација остаје ниска, предвидива и стабилна, тако да грађани и привреда имају поверење у домаћу валуту, динар. Финансијска стабилност, с друге стране, подразумева да у земљи функционише здрав финансијски систем, у коме банке и све остале финансијске институције послују ефикасно, одговорно и са пуном заштитом новца својих клијената. Поред тога, Народна банка Србије у свом деловању подржава и економску политику Владе Републике Србије, али увек уз услов да та подршка не нарушава примарни циљ стабилности цена и циљ стабилности финансијског система. Подршка Влади огледа се у доприносу одрживом привредном расту и дугорочној стабилности економије.

Осим ових основних циљева, Народна банка Србије има и велики број конкретних функција и надлежности. Она утврђује и спроводи монетарну и девизну политику, врши емисиону функцију, што значи да има искључиво право да емитује новац, управља девизним резервама земље и предузима мере ради очувања и јачања финансијске стабилности. Такође, она издаје новчанице и ковани новац, као и да управља токовима готовине у земљи. Једна од њених надлежности јесте и уређивање, надзор и унапређивање несметаног функционисања платног промета у земљи и у трансакцијама са иностранством, у складу са законом. Народна банка самостално води политику курса динара, док уз сагласност Владе утврђује и режим курса. Поред тога, обезбеђује ликвидност у земљи, али и у плаћањима према иностранству, врши операције на отвореном тржишту, спроводи контролу банкарског пословања и обавља банкарске послове у име и за рачун Републике Србије.

Сваке године Народна банка Србије, у Службеном гласнику, објављује програм монетарне политике за наредну годину. У том документу се јасно дефинишу конкретни циљеви који се намеравају остварити у тој години. Посебно је значајно што је инфлаторни циљ изражен нумерички, а постоје и редовне пројекције на месечном нивоу, захваљујући којима се може континуирано пратити да ли се тај циљ остварује. Циљна вредност инфлације се дефинише преко индекса потрошачких цена. Тај индекс представља једну врсту индекса цена на мало, који мери просечне промене цена фиксне корпе добара и услуга које уобичајено купује просечно српско домаћинство.

Влада Републике Србије, у блиској сарадњи са Народном банком Србије, креира и спроводи мере економске политике земље. При томе, закон јасно дефинише и разграничује надлежности између Народне банке и Министарства финансија. Упркос том разграничењу, постоји стална и све развијенија координација монетарне и фискалне политике, јер управо њихова усклађеност представља основу за ефикасно сузбијање инфлације и за очување макроекономске стабилности.

Своју монетарну политику Народна банка Србије креира и реализује у складу са неколико кључних докумената: Програмом монетарне политике, Меморандумом о фискалној и економској политици за предстојећи период, као и Законом о Народној банци Србије (Narodna banka Srbije, 2025a; 2025b). Сви ови документи полазе од шире економске политике Републике Србије, која се такође сваке године објављује. Уз сагласност Владе, Народна банка одређује режим курса динара, али политику курса спроводи потпуно самостално (Narodna banka Srbije, 2025c). Као земља у процесу транзиције, Србија се определила за режим руковођеног флукутирајућег курса, који се понекад назива и режим повремено прилагођаваног курса (Narodna banka Srbije, 2024, p. 12; Narodna banka Srbije, 2025d). Политика курса динара има директан утицај на инфлацију, али и на одржавање међународне ликвидности и на повећање конкурентности домаће привреде. На кретање курса динара Народна банка утиче комбиновањем мера монетарне политике и својим непосредним интервенцијама на Међубанкарском девизном тржишту (Narodna banka Srbije, 2025d). Конзистентност и одрживост оваквог оквира монетарне политике обезбеђује се кроз контролисано ограничење слободног кретања капитала, уз постепено планирано укидање тих ограничења у предвиђеном року (Narodna banka Srbije, 2025e).

Стратегија монетарне политике Народне банке Србије, све до усвајања Меморандума о новом оквиру монетарне политике, била је заснована на комбинацији две методологије – таргетирања девизног курса и контроле монетарних агрегата (Narodna banka Srbije, 2006a). Другим речима, НБС је настојала да истовремено утиче и на стабилност динара кроз одржавање одређеног курса према страним валутама, као и на количину новца у оптицају кроз управљање монетарним агрегатима. Међутим, промене у привредном и институционалном окружењу наметнуле су потребу за модернијим приступом. Зато је на седници Монетарног одбора 30. августа 2006. године усвојен Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике, који је представљао основ за прелазак на другачију стратегију вођења монетарне политике у Србији (Narodna banka Srbije, 2006b). Неколико година касније, на седници Монетарног одбора одржаној 22. децембра 2008. године, донета је одлука о усвајању Меморандума о циљању инфлације

(као и Споразума Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању инфлације), којим је од 1. јануара 2009. године званично почела примена стратегије инфлационог таргетирања као водећег оквира монетарне политике у земљи (Narodna banka Srbije, 2008a; 2008b; Narodna banka Srbije, 2009). Овај оквир остаје на снази и данас (2026. године), са циљаном стопом инфлације од $3\% \pm 1,5$ п.п. за период до краја 2026. године (Narodna banka Srbije, 2023; Narodna banka Srbije, 2026).

Основни разлози за овакав преокрет били су усмерени на достизање стабилне и ниске инфлације, што је предуслов за дугорочни економски раст и хармонизацију са критеријумима које поставља Европска унија (Narodna banka Srbije, 2008). Поред тога, циљеви су подразумевали јачање поверења грађана и привреде у домаћу валуту, повећање њене употребе у финансијским трансакцијама, као и већу способност домаће економије да се прилагођава на различите врсте унутрашњих и спољних шокова (Narodna banka Srbije, 2006b; Narodna banka Srbije, 2008). Усвајање нове стратегије било је тесно повезано са процесом економске конвергенције ка ЕУ, где је стабилност цена један од кључних предуслова. Са тим у вези, прихваћен је флексибилнији режим девизног курса динара, у оквиру кога НБС више није имала обавезу да директно одржава курс на одређеном нивоу, већ је интервенисала само повремено – како би спречила претеране дневне осцилације, обезбедила адекватан ниво девизних резерви и заштитила финансијску стабилност (Narodna banka Srbije, 2008). У суштини, курс динара је требало да буде резултат деловања тржишних механизма, односно понуде и тражње, али и макроекономских услова и кретања инфлације.

Када је реч о суштини режима инфлационог таргетирања, он почива на принципу да циљана стопа инфлације буде утврђена заједничким договором НБС и Владе, на основу анализа актуелних и очекиваних макроекономских кретања, као и средњорочних планова у вези са ценама које држава директно или индиректно контролише (Narodna banka Srbije, 2008). Овај циљ за инфлацију дефинише се као јасна вредност уз дозвољени распон одступања, а мери се годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена за период од више година унапред. Народна банка Србије своје циљеве постиже применом инструмената монетарне политике на доследан, предвидив и одржив начин, како би се избегле непотребне осцилације у економији. Најважнији инструмент у овом режиму је референтна каматна стопа – њеним повећањем или смањењем централна банка утиче на кретање инфлације. Сви остали инструменти, укључујући и интервенције на девизном тржишту, имају секундарни карактер, јер им је основна улога да омогуће ефикасну трансмисију ефеката промене каматне стопе и подрже развој финансијског тржишта, али

без угрожавања стабилности финансијског система (Narodna banka Srbije, 2008; Narodna banka Srbije, 2026). Овај оквир остаје на снази и данас (2026. године), са циљаном стопом инфлације од $3\% \pm 1,5$ п.п. за период до краја 2027. године (Narodna banka Srbije, 2024).

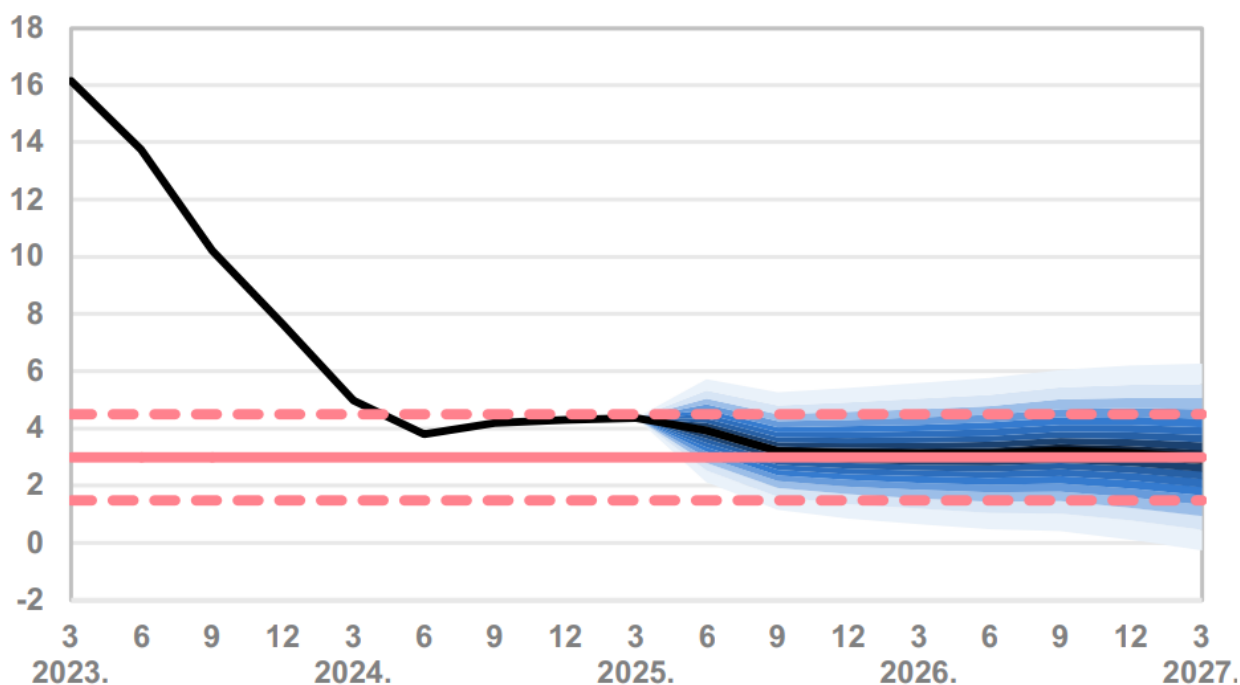
Прихватањем режима циљања инфлације, Народна банка Србије је преузела и важну обавезу транспарентног и континуираног информисања јавности. Она то чини на више начина: објављује саопштења са седница Извршног одбора истог дана када су одржане, гувернер редовно држи конференције за штампу како би објаснио донете одлуке и одговорио на питања јавности, а најважнији документ у том смислу представља тромесечни Извештај о инфлацији (Narodna banka Srbije, 2008). Овај извештај омогућава јавности, привреди и државним институцијама да прате економска кретања и да разумеју на којим основама Извршни одбор и НБС доносе своје одлуке.

У првој фази спровођења стратегије, циљеви инфлације били су усмерени на базну инфлацију, односно на оне цене на које НБС директно може да утиче. За децембар 2006. циљ је био у распону од 7–9%, а за децембар 2007. у интервалу од 4–8%. Иако краткорочни, ови циљеви су представљали намеру централне банке да постепено спушта инфлацију. За 2008. годину интервал је дефинисан на 3–6%. Ипак, током прве три године, ови циљеви нису у потпуности постигнути, због чега је крајем 2008. дошло до преусмеравања фокуса са базне инфлације на индекс потрошачких цена (CPI). CPI је одабран зато што боље одражава стварне промене цена, пружа јасније раздвајање одговорности између НБС и Владе, лакше је разумљив широј јавности и има снажнији утицај на формирање инфлаторних очекивања (Narodna banka Srbije, 2008).

Монетарни одбор је затим одредио циљани распон за укупну инфлацију у периоду од 2009. до 2011. године, са централним вредностима: почетни ниво за 2009. био је 8–12% (са централном вредношћу од 10%), крајем исте године 6–10% (са централном вредношћу од 8%), за 2010. годину 4–8% (централна вредност 6%), а за 2011. годину 3–6% (централна вредност 4,5%). На овај начин постигнута је већа транспарентност, а методологија је усклађена са праксом у већини других земаља. Циљеви су постављени на средњи рок, што је значило да ће се постепено тежити ка коначној вредности инфлације у распону 2–4%, што је и у складу са стандардима за приступање ЕУ. У случају озбиљних макроекономских шокова, прихваћено је да краткорочна одступања могу бити толерисана, јер би сувише оштре мере у том тренутку угрозиле целокупну стабилност привреде (Narodna banka Srbije, 2008).

Временом, циљане стопе инфлације су се додатно прилагођавале. Народна банка је у својим Меморандумима редовно објављивала нове таргете. Тако је 2016. године дефинисала пројекције до 2018, а крајем 2017. године усвојила нови Меморандум којим је таргет за период 2017–2020. постављен на нивоу од $3\% \pm 1,5$ процентних поена. Овај циљ је био условљен потребом за смањењем притиска на курс динара и одржавањем стабилности. Уколико би инфлација дуже од шест месеци одступала од постављене циљане зоне, НБС је имала обавезу да писмено извештава Владу о разлозима таквог одступања, мерама које намерава да предузме и временском оквиру у ком очекује да ће инфлацију вратити у предвиђене границе (Narodna banka Srbije, 2008). Овај оквир остаје на снази и данас (2026. године), са циљаном стопом инфлације од $3\% \pm 1,5$ п.п. за период од јануара 2025. до децембра 2027. године, а у неким документима се помиње и пројекција до 2028. (Narodna banka Srbije, 2024).

Слика 6. Пројектована инфлација, међугодишње стопе, у %
(<https://www.nbs.rs>)



Према новој централној пројекцији Народне банке Србије из мајског Извештаја о инфлацији 2025. године, међугодишња инфлација ће у остатку 2025. године наставити да успорава и крајем године приближити се централној вредности циља (око 3%), око које ће се кретати до краја хоризонта пројекције (2026–2027. године) (Narodna banka Srbije, 2025a). Ова пројекција подразумева да ће инфлација остати унутар циљаног распона од $3\% \pm 1,5\%$ током целог периода, са опадајућом путањом у текућој години.

Успоравање инфлације највише ће бити подржано и даље рестриктивним монетарним условима, очекиваним нижим светским ценама енергената и смањеном увозном инфлацијом, доласком нове пољопривредне сезоне (под претпоставком просечног исхода), као и пројектованим кретањем реалних зарада у складу са растом продуктивности (Narodna banka Srbije, 2025a).

Нова пројекција је нижа од фебруарске, посебно за 2025. годину, првенствено због нижих цена нафтних деривата (под утицајем пада глобалне цене нафте и јачања евра према долару), као и мањег раста екстерне и домаће тражње од претходно очекиваног. У супротном смеру у кратком року делују више цене прерађене хране, углавном због високих цена сировина на светском тржишту почетком године (Narodna banka Srbije, 2025a).

Међугодишња инфлација у првом тромесечју 2025. кретала се око горње границе дозвољеног одступања од циља, при чему је у марту износила 4,4% (Narodna banka Srbije, 2025a). Базна инфлација (искључујући храну, енергенте, алкохол и цигарете) успорила је на 5,1% у марту (најнижи ниво од јула 2024.), а trimmed mean мера на 3,7%.

Према оцени водећих светских финансијских институција, међународно окружење карактерише изузетно висок степен неизвесности у трговинској политици, што отежава пројекције. Ризици по глобални привредни раст у средњем року су претежно наниже – због могућег јачег ефекта нових протекционистичких мера (укључујући царине), продужене неизвесности, као и веће волатилности на финансијским тржиштима, што би могло смањити инвестиције и потрошњу. Ови фактори доминантно делују на смањење домаћег раста, док је утицај на инфлацију сложенији (неки делови инфлаторни, други дезинфлаторни). Додатни ризици долазе од брзине раста домаће тражње и исхода домаће и глобалне пољопривредне сезоне (ризик симетричан у оба смера) (Narodna banka Srbije, 2025a).

Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати трендове на домаћем и међународном тржишту и доноси одлуке о монетарној политици од састанка до састанка, у зависности од брзине успоравања инфлације и долазних података. Приоритет монетарне политике остаје обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем економском расту, повећању запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента (Narodna banka Srbije, 2025a).

Почев од 2009. године, Народна банка Србије уводи режим таргетирања инфлације, при чему индекс потрошачких цена постаје основни номинални сидро монетарне политике (Народна банка Србије, 2010). У раној фази примене овог режима долази до наставка дезинфлаторних кретања, услед пада цена пољопривредних производа, умереног раста регулисаних цена и снижавања инфлаторних очекивања. Истовремено, слаба агрегатна тражња, замрзавање плата и пензија, као и ниска инвестициона активност, додатно су утицали на успоравање инфлације (IMF, 2012).

Током 2010. и 2011. године долази до израженог раста инфлације и њеног изласка из циљаног коридора. Кључни фактори били су раст цена хране, депресијација динара, повећање регулисаних цена и раст цена енергената (Народна банка Србије, 2012). Посебно је значајно да је у овом периоду дошло до раста базне инфлације, што указује на ширење инфлаторних притисака изван привремених шокова.

У периоду 2012–2016. године инфлација показује тренд постепене стабилизације, уз повремена одступања. Најзначајнији фактори кретања инфлације били су цене хране и енергената, као и фискална консолидација која је ограничавала раст агрегатне тражње (World Bank, 2015). Инфлација је у више наврата била испод доње границе циља, што указује на доминацију дезинфлаторних притисака.

Током 2017–2019. године остварена је релативна макроекономска стабилност, при чему се инфлација углавном кретала унутар циљаног опсега од $3,0\% \pm 1,5$ процентних поена (Народна банка Србије, 2019). Овај период карактерише стабилизација инфлаторних очекивања, релативна стабилност девизног курса и умерен економски раст.

Са избијањем пандемије COVID-19 2020. године долази до нових макроекономских изазова. У почетној фази, услед пада глобалне тражње и цена енергената, инфлаторни притисци су били ограничени (IMF, 2021). Међутим, снажни монетарни и фискални подстицаји, поремећаји у глобалним ланцима снабдевања и постепени опоравак тражње доводе до раста инфлације током 2021. године.

У 2022. години инфлација у Србији достиже значајно више нивое, пре свега услед раста глобалних цена енергената и хране, као и преноса увозне инфлације (World Bank, 2023). Додатни фактор представљали су геополитички поремећаји на глобалном тржишту. У том периоду инфлација значајно премашује циљани коридор, што условљава рестриктивнију монетарну политику.

Током 2023. године долази до постепеног успоравања инфлације, иако она остаје на повишеном нивоу у односу на циљ. Смањење инфлаторних притисака резултат је

поштравања монетарне политике, стабилизације цена енергената и постепеног нормализовања глобалних економских токова (Народна банка Србије, 2024).

Посматрано из перспективе 2026. године, може се закључити да је режим таргетирања инфлације у Србији показао релативну отпорност на спољне шокове, укључујући глобалну финансијску кризу, пандемију COVID-19 и енергетску кризу. Иако су у појединим периодима забележена значајна одступања од циља, дугорочно је обезбеђена стабилизација инфлаторних очекивања и очување кредибилитета монетарне политике (IMF, 2023; World Bank, 2024). Кључни изазови у будућности односе се на управљање увозним инфлаторним притисцима, енергетску зависност и координацију монетарне и фискалне политике.

3.3. Инструменти монетарног регулисања

Монетарна политика представља један веома комплексан процес који обухвата читав низ разноврсних и међусобно повезаних операција, а њих у пракси спроводи централна банка користећи читав арсенал својих инструмената (Mishkin, 2019). Да би остварила своје дугорочне задатке и краткорочне циљеве, централна банка у нашој земљи је у претходних тридесет година примењивала широк спектар различитих инструмената, којима је директно или посредно утицала како на висину каматних стопа, тако и на ниво укупне привредне активности (Narodna banka Srbije, 2024). Сам избор и примена појединих инструмената никада није једноставна ствар, већ зависи од целокупних услова у којима функционише национални привредни и финансијски систем, као и од специфичности одређеног историјског тренутка (International Monetary Fund, 2023).

Када се говори о инструментима монетарне политике, могуће је направити основну систематизацију ако се као критеријум узме намера централне банке, односно полази се од питања да ли је циљ да се изврши утицај на понуду кредита или, пак, на страну тражње за кредитима (AnalystPrep, 2023; Mishkin, 2019). На основу таквог критеријума могуће је направити јасну и прегледну класификацију инструментаријума монетарног регулисања који је коришћен у нашој економској пракси, а та подела омогућава да се боље разуме начин на који централна банка делује и остварује своју улогу у систему (Mishkin, 2019).

Основна мисија и најважнији задатак монетарне политике коју спроводи Народна банка Србије јесте очување стабилности цена, односно контрола инфлације, као и обезбеђивање свеукупне финансијске стабилности у земљи (Narodna banka Srbije, 2026; Закон о Народној bancи Србије, 2003). У Меморандуму о циљању инфлације, који представља документ кључан за дефинисање стратегије монетарне политике, наглашено је

да се наведени циљеви могу постићи искључиво применом концепта циљања инфлације, уз адекватно и правовремено коришћење читавог спектра инструмената монетарног регулисања (Narodna banka Srbije, 2008, 2025). То практично значи да НБС усмерава своју делатност на то да инфлацију држи у оквиру унапред одређених граница, док се у исто време стара о стабилности финансијског система, користећи при томе сва расположива средства која има у оквиру свог институционалног и правног мандата (Narodna banka Srbije, 2026).

Табела 2. Инструменти монетарне политике

Инструменти регулисања понуде кредита	Инструменти регулисања тражње кредита
инструменти регулисања примарног новца	одређивање каматне стопе за кредите из примарне емисије ЦБ
инструменти регулисања монетарног мултипликатора	прописивање минималних општих услова кредитне способности зајмотражиоца
инструменти регулисања понуде кредита	

Још 2006. године, усвајањем поменутог Меморандума, Народна банка Србије поставила је темеље новог концептуалног оквира, који је подразумевао јасно дефинисан сет инструмената монетарног регулисања (Narodna banka Srbije, 2006). Тим инструментима требало је обезбедити ефикасно спровођење задатака монетарне политике и пуно спровођење новоусвојене стратегије циљања инфлације (Narodna banka Srbije, 2006, 2008). У данашњим условима, иако су у међувремену спроведене одређене измене и прилагођавања, Народна банка Србије и даље располаже широким и разноврсним инструментаријумом (Narodna banka Srbije, 2025, 2026). Њихова примена увек је усклађена са специфичностима функционисања српске привреде и финансијског система, као и са захтевима процеса постепене хармонизације монетарне политике НБС са политикама Европске централне банке (ЕЦБ) (Narodna banka Srbije, 2026).

Када је реч о инструментима монетарног регулисања које користи НБС, они се уобичајено сврставају у неколико основних група, а то су:

- референтна каматна стопа као примарни инструмент,
- операције на отвореном тржишту,
- кредитне и депозитне олакшице, односно сталне олакшице,
- обавезна резерва, и
- операције које се спроводе на девизном тржишту (Narodna banka Srbije, 2025, 2026).

Посебно место у оквиру свих ових инструмената заузима референтна каматна стопа, која се сматра централним и најважнијим инструментом монетарне политике (Narodna banka Srbije, 2025, 2026). Народна банка Србије примењује ову стопу приликом извођења главних операција на отвореном тржишту. У актуелној пракси то су, пре свега, реверзне репо трансакције, односно репо аранжмани продаје хартија од вредности, с тим што се ове трансакције у највећем броју случајева закључују са роком доспећа од једне седмице (Narodna banka Srbije, 2026). Док референтна каматна стопа има водећу улогу и директно усмерава токове новца, остали инструменти монетарне политике делују у пратећој, секундарној улози. Они омогућавају несметано преношење утицаја промене референтне каматне стопе на финансијска тржишта, као и постепени развој самих тржишта капитала и новца у Србији (Narodna banka Srbije, 2025).

Иако инструменти монетарне политике представљају кључна средства у рукама централне банке, важно је нагласити да они не производе тренутне ефекте. Другим речима, њихов утицај на инфлацију, стабилност цена или економска кретања постаје уочљив тек након одређеног временског периода, који може трајати и више месеци. Због тог временског закашњења, Народна банка Србије је принуђена да у својој свакодневној пракси усмерава пажњу пре свега на постизање оперативних и прелазних циљева (Narodna banka Srbije, 2025). Оперативни циљеви карактеришу се тиме да су непосредно под контролом централне банке, али су релативно удаљени од коначног, крајњег циља. С друге стране, прелазни циљеви теже се контролишу, али зато представљају корак ближе остваривању основног и најважнијег задатка монетарне политике – стабилности цена и финансијског система (Narodna banka Srbije, 2025, 2026).

Слика 7. Индикатори монетарне политике Народне банке Србије



Народна банка Србије, у складу са праксом развијених тржишних економија, нарочито оних које спровode режим инфлаторног таргетирања, усмерава своју монетарну политику користећи каматне стопе на међубанкарском тржишту новца као кључни

оперативни циљ. Истовремено, значајну улогу у оквиру монетарног оквира има и пројекција инфлације, која функционише као прелазни показатељ и инструмент за процену, усмеравање и праћење ефеката спроведених мера у реалној економији.

3.4. Референтна каматна стопа

Референтна каматна стопа представља један од кључних и основних инструмената којима се Народна банка Србије (НБС) служи у оквиру спровођења монетарне политике, односно у процесу регулисања монетарних токова у земљи (Narodna banka Srbije, 2026a). Монетарна политика, у пракси, примењује трансмисиони канал каматних стопа, који функционише тако што централна банка, кроз примену референтне каматне стопе, директно изазива промене у краткорочним номиналним каматним стопама на тржишту. Ове промене, пак, под утицајем инфлаторних очекивања учесника економије, доводе до модификација дугорочних каматних стопа, које имају значајан утицај на кредитну активност и инвестиционе одлуке (Mishkin, 2019).

Да би нека каматна стопа могла бити сматрана референтном у смислу њене примене у монетарној политици, она мора испунити три основна услова. Прво, мора се израчунавати на „дубоком“ и високо ликвидном тржишту, које је довољно конкурентно тако да ниједан појединачни учесник на тржишту не може значајно утицати на ниво каматне стопе ни кроз велики обим кредита ни намерном манипулацијом. Друго, референтна каматна стопа треба да се налази под директним утицајем основних каматних стопа тржишта новца које одређује централна банка у складу са својим циљевима монетарне политике, осигуравајући да она одражава реалну и очекивану економску ситуацију. Трећи услов односи се на њену репрезентативност, која је суштинска за примену у пракси: референтна каматна стопа постаје основа у многим уговорима о зајмовима, служећи као основица за израчунавање крајње активне каматне стопе коју дужник треба да плати (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Извршни одбор Народне банке Србије, у складу са важећим одредбама Закона о Народној банци Србије, има овлашћење да утврђује висину референтне каматне стопе, као и основних каматних стопа по којима НБС наплаћује камату од банака и исплаћује камату банкама на основу трансакција на новчаном тржишту (Zakon о Narodnoj banci Srbije, 2003). На основу последњих званичних одлука, висина референтне каматне стопе НБС утврђена је на 5,75% годишње (Narodna banka Srbije, 2026b).

У контексту спровођења монетарне политике, референтна каматна стопа има двоструку улогу: прво, као сигнализирајућа каматна стопа, која сигнализира тржишту и

учесницима на које каматне стопе могу очекивати у наредном периоду, и друго, као полазна каматна стопа, јер се коридор каматних стопа на новчаном тржишту, односно ниво основних каматних стопа, утврђује управо на основу висине те референтне каматне стопе (Narodna banka Srbije, 2026a).

У односу на висину референтне каматне стопе, НБС утврђује и највишу и најнижу каматну стопу на новчаном тржишту у оквиру својих интервенција: каматна стопа на кредитне олакшице, која представља преконоћни кредит намењен одржавању дневне ликвидности банака, дефинисана је као највиша стопа (7,00%), док је каматна стопа на депозитне олакшице, односно на преконоћне депозите које банке држе код НБС, утврђена као најнижа стопа у овим трансакцијама (4,50%) (Narodna banka Srbije, 2026b).

Поред тога, БЕОНИА представља ефективну преконоћну стопу која се израчунава као просечна пондерисана каматна стопа по основу преконоћних међубанкарских позајмица на територији Републике Србије. С друге стране, БЕЛИБОР каматна стопа за динарска средства одражава ниво по којем водеће српске банке, укључујући банке Панела-10 најактивнијих банака у Србији и Удружење банака Србије, спремно позајмљују средства једна другој. Ова стопа представља референтну каматну стопу за српско међубанкарско тржиште и често се користи као основа за обрачун камата на све динарске кредите и депозите банкарских пласмана (Narodna banka Srbije, n.d.-b).

ЕУРИБОР или Европска међубанкарска стопа дефинише се као дневна референтна каматна стопа по којој 57 првокласних европских банака међусобно позајмљују средства на међубанкарском тржишту. У Србији, банке користе ЕУРИБОР као основицу при обрачуну номиналних каматних стопа за кредите индексирани у еврима. Најчешће се примењују тромесечни и шестомесечни ЕУРИБОР, а њихова вредност се обрачунава дневно, тако да банке висину каматне стопе усклађују са ЕУРИБОР-ом на дан усаглашавања (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Референтна каматна стопа се такође користи као „највиша“ или „најнижа“ каматна стопа коју Народна банка Србије примењује приликом репо трансакција продаје и куповине хартија од вредности. Постоји јасна каузална веза између инфлације, референтне каматне стопе и монетарне политике, јер се пројекција инфлације не може поуздано израдити без претходно дефинисане монетарне политике и одређене референтне каматне стопе у временском оквиру предвиђања (Narodna banka Srbije, 2025). Референтна каматна стопа се мења на основу процене текуће економске ситуације, нивоа инфлације и њених средњорочних пројекција, са циљем да инфлацију задржи у оквиру циљаног распона.

Уколико се пројектује да инфлација може премашити жељени опсег, референтна каматна стопа се прилагођава на виши ниво, док се у случају нижих очекивања инфлације, стопа смањује. Ове пројекције се редовно израђују узимајући у обзир тренутна и будућа макроекономска кретања.

Повећање референтне каматне стопе има ефекат смањења општег нивоа цена путем канала девизног курса, јер се тако стварају притисци на јачање националне валуте. Повећавањем каматне стопе централна банка приморава пословне банке да задрже већи износ готовинских резерви, што директно утиче на смањење понуде новца у економији (Mishkin, 2019).

Када је реч о објављивању кретања референтне каматне стопе, постоје супротстављена мишљења. Један аргумент у корист објављивања јесте боље управљање инфлационим очекивањима и стабилизација економије, што олакшава повратак инфлације на циљани ниво након шокова. Међутим, противници указују на компликације у процесу доношења одлука Извршног одбора, јер објављивање путње стопе захтева сагласност о тренутној и будућој стопи, што може бити проблем у случају различитих ставова чланова. Поред тога, јавност може погрешно схватити да је централна банка обавезана да се придржава најављене путње, иако она може прилагодити своју пројекцију у зависности од шокова и реалног кретања економије.

3.4.1. Операције на отвореном тржишту НБС

Народна банка Србије спроводи операције на отвореном тржишту са јасним и прецизним циљем регулисања ликвидности унутар банкарског сектора, утицаја на кретање краткорочних каматних стопа и служења као сигнал за монетарну политику (Narodna banka Srbije, n.d.-a, 2026). Ове операције, у зависности од конкретних циљева које треба остварити, динамике тржишта и начина на који се спроводе, могу се категорисати у неколико група. Прва група су главне операције, које представљају кључну компоненту у постизању циљева које Народна банка Србије поставља за операције на отвореном тржишту. Оне се реализују углавном путем реверзних репо трансакција, односно продајом хартија од вредности са обавезом реоткупа, са роком доспећа од једне седмице. Главне операције се спроводе редовно, сваке среде, на стандардним аукцијама које су предвиђене у унапред утврђеном календару, а у њиховом спровођењу примењује се референтна каматна стопа Народне банке Србије (Narodna banka Srbije, n.d.-a, n.d.-b).

Следећа категорија су операције дужих рочности које се спроводе са примарним циљем обезбеђивања недостајуће ликвидности у банкарском сектору на дужи рок или,

пак, повлачења вишкова ликвидности. Ове трансакције се углавном реализују на стандардним аукцијама, с циљем стабилизације ликвидности у систему. Трећа категорија су операције финог подешавања, које се спроводе према потреби, како би се спречили или ублажили ефекти изненадних поремећаја ликвидности у банкарском сектору, с посебним нагласком на њихов утицај на краткорочне каматне стопе. Такве операције се обављају углавном на брзим аукцијама, истог дана када се донесе одлука о њиховом организовању (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Операције на отвореном тржишту представљају индиректни тржишни инструмент монетарне политике Народне банке Србије, којим се врши куповина и продаја хартија од вредности. Коришћењем овог инструмента постиже се утицај на краткорочне каматне стопе, са циљем одржавања инфлације унутар пројектованог оквира. Народна банка Србије ове операције спроводи путем репо и трајних трансакција куповине и продаје хартија од вредности. Репо трансакције подразумевају продају хартија од вредности уз обавезу продавца да их на унапред договорени датум у будућности поново откупи. При продаји се дефинишу тачан датум и цена реоткупа, која одговара почетној куповној цени увећаној за репо стопу, при чему се узима у обзир број дана од куповине до датума реоткупа. Репо трансакције се могу поделити на реверзне репо трансакције – које подразумевају репо продају хартија од вредности, и на репо трансакције – које подразумевају репо куповину хартија од вредности. Током трајања репо трансакције, хартије од вредности мењају власника. Народна банка Србије почела је спровођење репо операција 31. јануара 2005. године, након чега су оне постале основни инструмент за реализацију операција на отвореном тржишту (Narodna banka Srbije, n.d.-b).

Трајне трансакције подразумевају продају или куповину хартија од вредности без обавезе њиховог поновног реоткупа или продаје. Од 2000. до јануара 2005. године, трајне операције биле су примарни начин интервенисања Народне банке Србије на новчаном тржишту. НБС је аукцијски продавала своје благајничке записе са циљем повлачења вишкова ликвидности банака. Од јануара 2005. до фебруара 2009. године, трајне операције су служиле као помоћни инструмент монетарне политике (Narodna banka Srbije, n.d.-b).

Народна банка Србије обавља трансакције куповине и продаје хартија од вредности путем аукција или непосредно, при чему гувернер или друго овлашћено лице доноси одлуку узимајући у обзир текућа монетарна кретања, одређујући врсте и количину хартија које се купују или продају, каматне стопе и друге релевантне карактеристике трансакције. Календар редовних аукција доноси се за период од најмање једног месеца, а редовне

аукције се организују сваке среде са рочношћу од 12 до 16 дана. По потреби могу се организовати и ванредне аукције (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Аукције могу бити по фиксној или варијабилној каматној стопи. Код фиксне каматне стопе, НБС одређује висину стопе и саопштава је учесницима, док код варијабилне каматне стопе банке саме нуде каматну стопу по којој су спремне да купе или продају одређену количину хартија од вредности. Варијабилне аукције могу бити са вишеструком каматном стопом, када НБС спроводи трансакције по каматним стопама које банке понуде, или са јединственом каматном стопом, када се трансакције обављају по истој стопи – највишој или најнижој понуђеној, зависно од тога да ли је у питању продаја или куповина.

Народна банка Србије обавља трансакције куповине и продаје хартија од вредности само са банкама које испуњавају одређене критеријуме: банка мора бити члан Централног регистра, учесник у РТГС систему, над њом не сме бити покренут процес стечаја или ликвидације, претходно мора доставити основне податке НБС-у и овлашћења за најмање три лица која могу обављати трансакције у име банке, имати закључен оквирни репо или трајни уговор са НБС-ом и не сме имати забрану обављања одређене врсте трансакција хартијама од вредности са Народном банком.

Банка је дужна да изврши све куповине и продаје хартија од вредности у складу са закљученом трансакцијом и осталим прописаним условима, јер у супротном гувернер може забранити банци могућност обављања одређених трансакција куповине и продаје хартија од вредности са Народном банком Србије (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

3.4.2. Сталне олакшице

Још један значајан инструмент монетарне политике којим се Народна банка Србије служи, и који у том смислу функционише идентично као инструмент Европске централне банке, јесу такозване сталне олакшице, које обухватају две главне врсте – кредитне олакшице и депозитне олакшице (Narodna banka Srbije, n.d.-a, 2026). Основна сврха овог инструмента јесте да обезбеди одговарајућу ликвидност у банкарском систему, али и да апсорбује вишкове ликвидних средстава која могу да настану у банкарском сектору.

Кредитне олакшице представљају могућност да пословне банке добију кредите са циљем обезбеђења дневне ликвидности, а за основу залог користе хартије од вредности које су издате или од стране Народне банке, или од стране Републике Србије. Кредити се одобравају у проценту који се утврђује на основу номиналне вредности заложених хартија од вредности, при чему банке могу та средства користити за одржавање ликвидности

током радног дана и истог дана их вратити Народној банци, без обавезе плаћања камате уколико кредит буде враћен у току истог дана. Поред тога, кредит се може користити и као преконоћни, што значи да банке узимају кредит једног радног дана и враћају га наредног дана најкасније до 11.00 часова. За овакву врсту кредита Народна банка Србије наплаћује камату која је утврђена као референтна каматна стопа повећана за 1,25 процентних поена (тренутно 7,00 %) (Narodna banka Srbije, n.d.-a; Narodna banka Srbije, 2026). Уколико пословна банка не измири преузети кредит у предвиђеном року, НБС има право да прода заложене хартије од вредности и тиме наплати износ кредита заједно са каматом за доцњу, чиме се обезбеђује сигурност система и смањује ризик за банку-издаваоца кредита.

Слично кредитним олакшицама, које служе углавном за обезбеђење потребне ликвидности, пословне банке могу да користе и депозитне олакшице, чија је функција апсолутно супротна – оне служе за апсорбовање ликвидности у систему. Дакле, уколико банка у одређеном тренутку има вишак ликвидних средстава, та средства може да депонује на посебан рачун који се води код Народне банке Србије. Банкама је омогућено да више пута током сваког радног дана, најкасније до истека времена предвиђеног за размену порука за плаћања, пребаце своје вишкове ликвидних средстава на овај рачун у РТГС систему, намењен за депоновање вишка средстава. Народна банка ће наредног радног дана, до 10.00 часова, та средства пребацити назад на рачун банке. Поред тога, НБС сваког радног дана обрачунава и исплаћује камату на средства која је банка претходног дана депоновала, а висина каматне стопе утврђује се тако што се референтна каматна стопа смањује за 1,25 процентних поена (тренутно 4,50 %) (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Каматне стопе које се односе на сталне олакшице заправо представљају један вид коридора за кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. Оне имају веома важну улогу као сигурносни фактор у процесу управљања ликвидношћу банкарског сектора, јер њихово постојање доприноси смањењу флукуација краткорочних каматних стопа на међубанкарском тржишту, које би биле значајно израженије уколико ове олакшице не постоје или нису примењиване. На тај начин, сталне олакшице не само да пружају сигурност пословним банкама, већ и обезбеђују стабилност читавог финансијског система (Narodna banka Srbije, n.d.-a, 2026).

3.4.3. Обавезна резерва

Обавезна резерва представља специфичан износ средстава који банке имају обавезу да положе на рачуне које је централна банка формално одредила и прописала за ову намену. Ова обавеза подразумева да се износ обавезне резерве утврђује применом одређене стопе обавезне резерве на одређену основицу која је предвиђена за њен обрачун (Narodna banka Srbije, n.d.-a). У економској пракси, обавезна резерва представља један од важних инструмената монетарне политике који централна банка користи у различитом обиму – било у већем или мањем степену – у зависности од конкретних услова и стања финансијског система у одређеној земљи. У случају Народне банке Србије, обавезна резерва се користи као помоћни инструмент монетарне политике, односно она се примењује пре свега онда када су ефекти осталих тржишних мера монетарног регулисања већ исцрпљени и када је потребно додатно деловање (Narodna banka Srbije, 2026). Одлуку о висини стопа обавезне резерве, као и о основици на коју се ова резерва обрачунава, доноси Извршни одбор Народне банке Србије, као кључно тело које управља монетарном политиком и прописује њене параметре (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Основицу која се користи за обрачун обавезне резерве чине различите врсте средстава, и то конкретно: динарски депозити које банке примају од клијената, динарски кредити које банке одобравају, динарске хартије од вредности, као и друге динарске обавезе. У овај износ се укључују и делови динарских депозита који су примљени у оквиру послова које банка обавља у име и за рачун трећих лица, а који премашују износе пласмана које је банка дала на основу тих депозита. Једино се искључују динарске обавезе које су индексирани девизном клаузулом. Што се тиче девизне компоненте, основицу чине: девизни депозити, девизни кредити, хартије од вредности у девизама и друге девизне обавезе, као и депозити, кредити и друга девизна средства примљена из иностранства у оквиру послова које банка обавља у име и за рачун трећих лица. У ову категорију се такође укључују и динарске обавезе које су индексирани девизном клаузулом, чиме се обезбеђује да сви релевантни девизни и делимично девизно индексирани износи буду обухваћени обрачуном (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Висина стопа обавезне резерве зависи од рочности депозита, односно од тога да ли су средства краткорочна или дугорочна, као и од тога да ли се та средства држе у домаћој валути – динарима – или у иностранској валути. Народна банка Србије обрачунава обавезну резерву тако што примењује различите стопе у зависности од врсте и рочности средстава, и то конкретно: 7% на динарску основицу за средства са роком до две године, док се на динарску основицу за средства са роком преко две године примењује стопа од 2%. Што се

тиче девизне основице, за средства са роком до две године примењује се стопа од 23%, а за средства са роком преко две године стопа износи 16%. За динарске обавезе које су индексирани девизном клаузулом и номиноване у девизама, стопа обавезне резерве износи 100% (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Обавезна резерва се утврђује на месечном нивоу, и то прецизно 17. у месецу, када се примењује одговарајућа стопа обавезних резерви на износ просечног дневног стања динарских и девизних средстава која улазе у основицу за претходни календарски месец. При томе се у обрачун узимају сви дани у том месецу, како би се добила репрезентативна вредност за обавезну резерву. Банке су дужне да у току месеца држе просечно дневно стање обавезних резерви које одговара обрачунатом износу, што у пракси значи да у току једног дана стварни ниво обавезних резерви може бити мањи или већи од обрачунате вредности, али да просек током месеца мора бити у складу са прописаним обавезама (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Што се тиче конкретне валуте издвајања, обрачуната динарска обавезна резерва издваја се у динарима, док се девизна обавезна резерва обично издваја у еврима. Међутим, уколико би банка код које би издвајање девизне обавезне резерве у еврима довело до одступања показатеља девизног ризика од прописаног нивоа, та банка може ову резерву издвајати и у америчким доларима, чиме се обезбеђује флексибилност и одржавање прописа о ризику (Narodna banka Srbije, n.d.-a).

Табела 3. Издвајање обавезне резерве Народне банке Србије

У динарима	У девизама
<ul style="list-style-type: none"> – износ обрачунат применом стопе (7%) на динарске изворе до две године и (2%) на динарске изворе преко две године, – 46% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе до две године, у динарској противвредности, – 38% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе преко две године, у динарској противвредности; 	<ul style="list-style-type: none"> – 54% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе до две године, – 62% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе преко две године

Народна банка Србије исплаћује камату банкама на основу просечног дневног стања динарске обавезне резерве током обрачунског периода, при чему се камата обрачунава само до висине утврђеног износа обавезне резерве. Ова камата се обрачунава

по стопи од 0,75% на годишњем нивоу, а исплата се врши другог радног дана након завршетка обрачунског периода.

Са друге стране, на девизну обавезну резерву Народна банка Србије не исплаћује никакву камату, без обзира на њену висину или просечно стање током месеца. Овакав приступ подстиче банке да држе динарске резерве, јер им на тај начин обезбеђује одређени принос, док девизне резерве не доносе каматни приход.

На тај начин се подстиче већа употреба домаће валуте у банкарском систему, истовремено одржавајући контролу над ликвидношћу и монетарним агрегатима.

3.4.4. Операције на девизном тржишту

Народна банка Србије примењује режим руковођеног пливајућег девизног курса. То значи да се курс динара према еврџу углавном формира слободно, на основу понуде и тражње девиза на тржишту, без директне свакодневне контроле централне банке (Narodna banka Srbije, n.d.). Међутим, када дође до претераних дневних осцилација, НБС интервенише куповином или продајом девиза на међубанкарском девизном тржишту преко система Reuters Dealing System.

Интервенције служе за ублажавање прекомерних осцилација курса, очување финансијске стабилности и одржавање адекватног нивоа девизних резерви. Када НБС продаје девизе, она апсорбује вишак ликвидности и спречава депресијацију динара, док куповином девиза повећава ликвидност и ублажава претерано јачање домаће валуте (Narodna banka Srbije, n.d.; Narodna banka Srbije, 2026). У оквиру стратегије циљања инфлације, девизне интервенције представљају секундарни инструмент и примењују се углавном када деловање референтне каматне стопе није довољно ефикасно.

Због структуре српске економије – мале и отворене, са великим уделом кредита индексираних у еврџама – девизни курс има снажан утицај на инфлацију и финансијску стабилност. Прекомерна депресијација динара погоршава билансе предузећа и грађана, повећава трошкове отплате дугова и може угрозити кредибилитет централне банке. Иако НБС тежи да канал каматних стопа постане доминантан, као код Европске централне банке, у пракси девизне интервенције остају значајан инструмент због јаког преносног ефекта курса на цене.

Анализа кретања курса динара према еврџу од 2011. године показује да НБС често интервенише и на страни куповине и продаје девиза. Ове интервенције доприносе

смањењу краткорочних осцилација и подржавају општу економску и финансијску стабилност земље.

Слика 8. Кретање званичног средњег курса динара у односу на евро и интервенције Народне банке Србије на МДТ-у (<https://www.nbs.rs>)



Извор: НБС.

* + нето куповина; - нето продаја.

** 1 EUR у RSD.

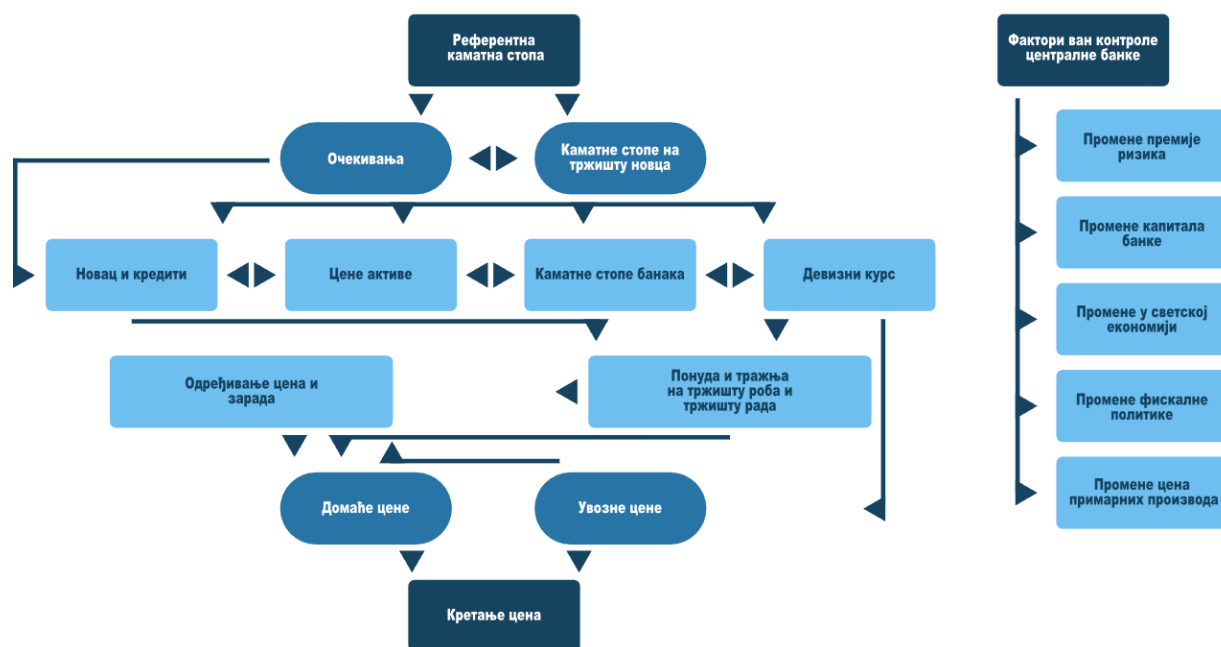
Истовремено, Народна банка Србије не користи потпуно стандардизован или чист модел таргетирања инфлације, јер осим фокуса на контролу и циљање стопе инфлације, она истовремено спроводи и интервенције на девизном тржишту. На овај начин, када јавност посматра резултате рада Народне банке, она најчешће процењује успех банке кроз призму стабилности курса динара у односу на евро, што представља један вид индиректне оцене, мада званично није дефинисан као формални таргет банке. Уместо да се оцењује степен остварености циљане инфлације, најширем кругу људи видљивије су ефекти на девизни курс, што може утицати на перцепцију успешности монетарне политике и представља посебан аспект у којем се јавност фокусира на резултате рада Народне банке.

3.5. Механизми трансмисије монетарне политике

Трансмисиони механизам монетарне политике представља сложен процес преко којег одлуке централне банке утичу на агрегатну тражњу, ниво производње и кретање цена у економији. Овај механизам делује кроз више међусобно повезаних канала, од којих су најзначајнији: каматни канал, канал девизног курса, кредитни канал (који обухвата канал банкарског кредитирања и билансни канал) и канал цена актива (Mishkin, 2019).

Због јаке међусобне повезаности ових канала, често је тешко изоловати утицај сваког појединачног тока. Ипак, разумевање трансмисионих канала је од суштинског значаја, јер омогућава централној банци да одабере најефикасније инструменте и одреди оптимално време за њихову примену. На тај начин, трансмисиони механизам чини основу за ефикасно спровођење монетарне политике и постизање циљева економске стабилности (Narodna banka Srbije, 2026). Трансмисиони механизам монетарне политике може бити илустрован као на Слици 9.

Слика 9. Трансмисиони механизам (<https://www.nbs.rs>)



Текућа монетарна политика, као и очекивања будућих мера централне банке, имају директан утицај на тржиште новца и шире финансијско тржиште. Промене каматних стопа, ликвидности и доступности финансијских инструмената преносе се даље на тржиште роба и услуга, чиме индиректно утичу на агрегатну тражњу, ниво производње и кретање цена. Овај процес је двосмеран – економска активност и инфлација такође утичу на обликовање будуће монетарне политике (Mishkin, 2019).

Интензитет појединих трансмисионих канала зависи од структуре финансијског система. У економијама са доминантним банкарским сектором јачи су каматни и кредитни канал, док у земљама са развијеним тржиштем капитала већи значај имају канал цена актива и каматни канал.

За ефикасан пренос ефеката монетарне политике неопходни су кључни предуслови: независност и кредибилитет централне банке, развијено финансијско тржиште и стабилно макроекономско окружење без фискалне доминације (Narodna banka Srbije, 2026).

Од 2006. године Народна банка Србије примењује стратегију циљања инфлације, у оквиру које би каматни канал требало да буде примарни механизам трансмисије. Међутим, због високе евроизације српске економије, у пракси значајнију улогу имају канал девизног курса и канал банкарског кредитирања. Ова специфичност отежава потпуну контролу инфлације искључиво преко референтне каматне стопе и делимично смањује кредибилитет монетарне политике, јер централна банка има ограниченији утицај на очекивања економских субјеката (Narodna banka Srbije, 2026).

Канал девизног курса

Канал девизног курса (енгл. exchange rate pass-through) представља механизам преко којег промене курса домаће валуте утичу на ниво цена и инфлацију у економији. Овај канал је један од најважнијих трансмисионих канала у малим и отвореним економијама (Mishkin, 2019).

Монетарна политика утиче на девизни курс преко каматне стопе. Повећање референтне каматне стопе обично доводи до јачања домаће валуте, јер привлачи страну капитал и повећава тражњу за њом. Јача валута чини увоз јефтинијим, а извоз скупљим, што смањује нето извоз и агрегатну тражњу. Супротно, смањење каматне стопе доводи до депресијације валуте, која стимулише извоз и повећава производњу, али истовремено подиже цене увозне робе (Narodna banka Srbije, 2026).

Ефекти девизног курса на инфлацију су двоструки:

- Директни ефекат – раст цена увозне робе и услуга;
- Индиректни ефекат – повећање трошкова производње домаћих производа који садрже увозне компоненте.

У Србији, канал девизног курса има посебно велики значај због високог нивоа евроизације. Око 70% депозита и кредита је или деноминирано у еврима или индексирано валутном клаузулом. Због тога промене курса динара према еврима снажно утичу на трошкове отплате дугова, инфлациона очекивања и укупну економску активност. Ова специфичност чини девизни канал једним од доминантних трансмисионих канала у домаћој монетарној политици (Narodna banka Srbije, 2026).

Дијаграм тока (Логички след)

Можемо то представити следећом шемом:

$\uparrow i \Rightarrow \uparrow \text{Прилив капитала} \Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \downarrow NX \Rightarrow \downarrow AD \Rightarrow \downarrow \pi$

Легенда:

- i : Референтна каматна стопа
- E : Девизни курс (јачање домаће валуте)
- NX : Нето извоз (Извоз - Увоз)
- AD : Агрегатна тражња
- π : Инфлација

Овај описани трансмисиони канал девизног курса може се визуелно илустровати као на Слици 10.

Слика 10. Механизам трансмисије канала девизног курса (<https://www.nbs.rs>)

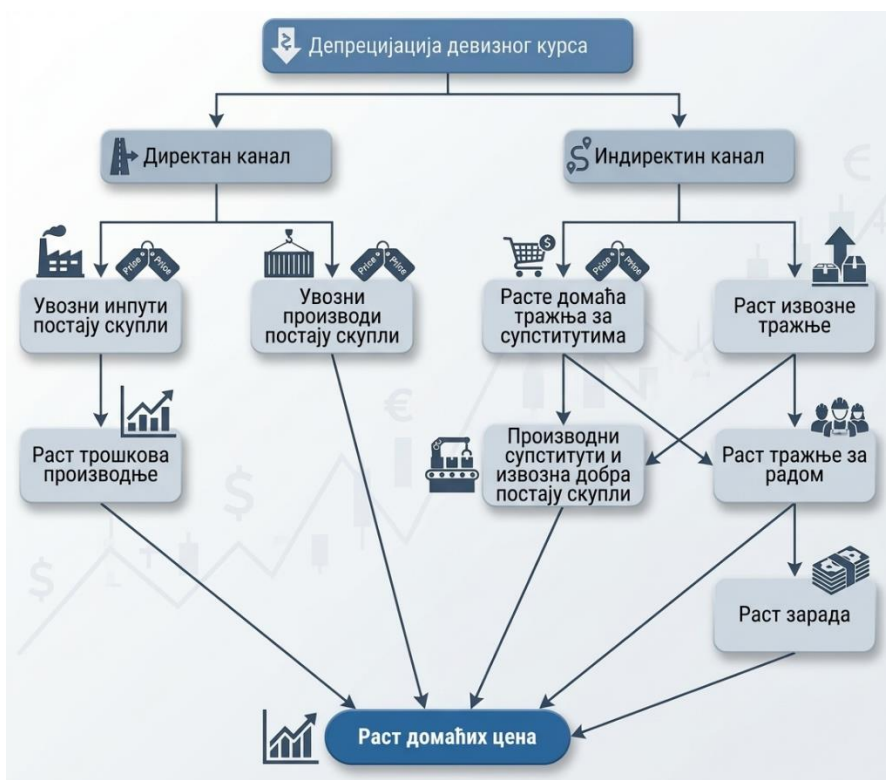


У малој и отвореној економији као што је Србија, девизни курс има важну улогу у трансмисији монетарне политике ка инфлацији. Промена референтне каматне стопе утиче на атрактивност динара у односу на остале валуте, односно на девизни курс. На пример, раст референтне стопе повећава принос на динаре. То инвеститоре стимулише да одређени износ девиза конвертују у динаре, због чега домаћа валута апрецира. У пракси ефекти референтне стопе на девизни курс су испреплетени деловањем бројних других фактора. То се односи пре свега на утицај премије ризика, која може знатно варирати у зависности од фактора из међународног и домаћег окружења. Девизни курс утиче на

инфлацију директно, јер бројни производи који се налазе у потрошачкој корпи потичу из увоза, а такође и бројни производи произведени на домаћем тржишту садрже увозне сировине. Када девизни курс јача (апрецира), увозни производи постају јефтинији, што за резултат има нижу инфлацију и обрнуто. Поред директног утицаја, девизни курс утиче на инфлацију и индиректно, преко утицаја на тражњу за домаћим добрима и по том основу одређује инфлаторне притиске. Када реални девизни курс прекомерно апрецира (домаћа добра су релативно скупља у односу на страна добра), тражња за домаћим добрима пада, што делује дезинфлаторно, и обрнуто.

Механизам функционисања може се детаљније објаснити кроз постојање два основна типа канала, а то су директни и индиректни канал. При томе, директни канал се углавном сматра типичним и најчешће се јавља у условима мање развијених земаља, где економски системи још увек нису у потпуности структурирани и интегрисани, а где непосредни ефекти и директна интеракција играју доминантну улогу. Са друге стране, индиректни канал карактерише развијене земље, у којима постоји сложенија економска инфраструктура, боље организовани механизми преноса информација и финансијских токова, као и бројни посредници који омогућавају да се ефекти преносе кроз више корака и утичу на крајње резултате на комплекснији начин. На тај начин, присуство одговарајућег канала утиче на динамику и начин функционисања механизма у различитим економским срединама.

Слика 11. Трансмисиони механизам девизног курса на инфлацију (<https://www.nbs.rs>)



Директни канал утицаја девизног курса на домаће цене ослања се на механизам преливања (pass-through), где слабљење валуте поскупљује увозне инпуте и енергенте, што је кључно за земље са ниском домаћом супституцијом (Ha et al., 2020). Овај процес изазива инфлацију трошкова, јер домаћи произвођачи услед већих издатака за сировине подижу цене финалних добара (Auer et al., 2017). У земљама у развоју, укупни ефекат зависи од учешћа увоза у потрошачкој корпи, што директно утиче на индекс потрошачких цена (Colicev et al., 2020).

Индијектни канал функционише кроз јачање извозне конкурентности, али код привреда попут Србије, овај ефекат је ограничен због ниске еластичности тражње за кључним добрима (Gopinath et al., 2020). Када је увоз енергената и технологије неопходан, депресијација не смањује обим увоза, већ само повећава његову вредност у домаћој валути, што води ка погоршању платног биланса (Bussière et al., 2022). На крају, реално смањење куповне моћи грађана делује као принудна кочница за агрегатну тражњу (Obstfeld, 2021).

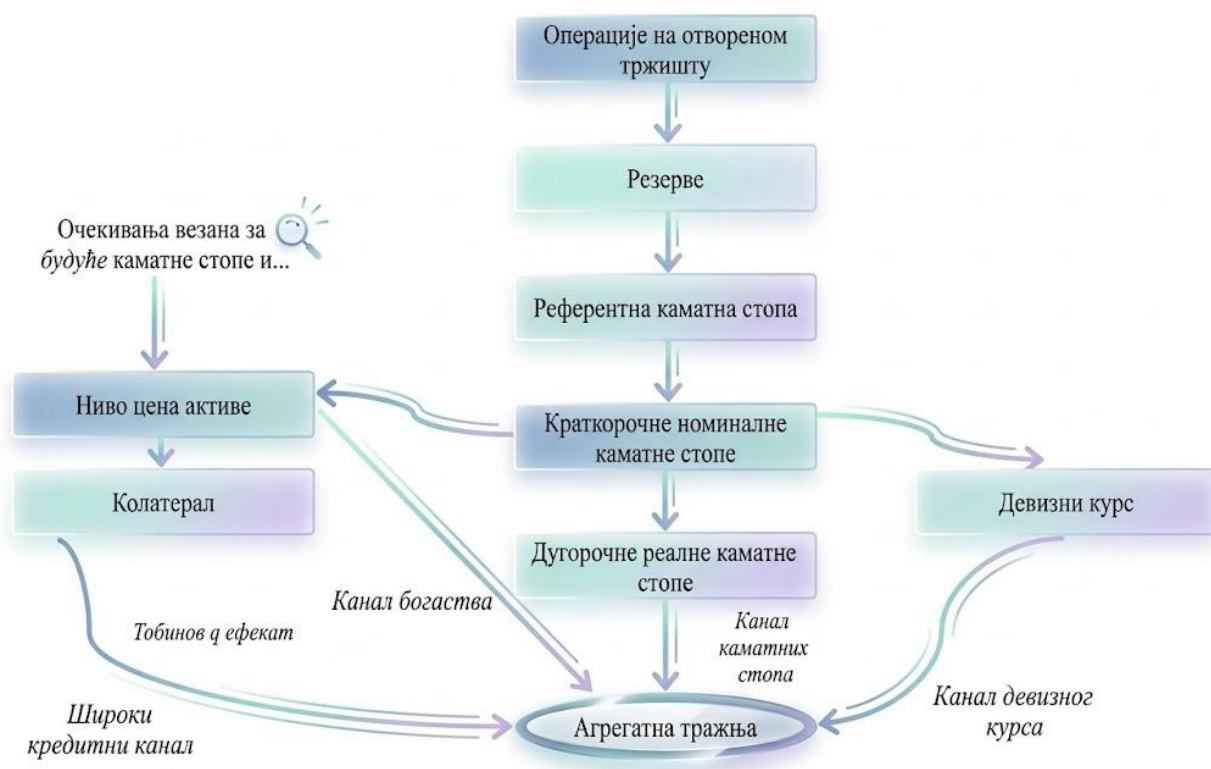
Канал банкарског кредитирања

Канал банкарског кредитирања представља један од најрелевантнијих путева монетарне трансмисије у економијама са израженом банкарском доминацијом. Његова ефикасност почива на претпоставци да економски актери немају адекватну алтернативу за банкарске депозите и кредите у оквиру финансијског тржишта (Drechsler et al., 2017). Овај се механизам у пракси манифестује кроз два супротстављена циклуса:

- Експанзиони циклус: Спровођење лабаве монетарне политике генерише прилив резерви и раст депозитне базе унутар банкарског сектора. Овај вишак ликвидности стимулише банке на интензивније кредитирање привреде и грађана, што резултира већом инвестиционом активношћу и кумулативним растом бруто домаћег производа (Gambacorta & Shin, 2018).
- Рестриктивни циклус: Насупрот томе, затезање монетарне политике ограничава кредитни потенцијал банака. Смањење обима позајмљених средстава директно погађа инвестиционе планове предузећа, изазивајући успоравање економске динамике и пад укупне производње (Gomez et al., 2021).

За монетарну стратегију Народне банке Србије овај канал има стратешки значај. С обзиром на то да је финансијски систем Србије суштински оријентисан ка банкама, трансмисија одлука централне банке на реалне економске токове примарно се ослања на кредитну активност пословних банака (Народна банка Србије, 2023).

Слика 12. Канал банкарског кредитирања (<https://www.nbs.rs>)



Међутим, бројна научна истраживања и економетријске студије доследно потврђују да девизни курс представља један од најпропулзивнијих канала трансмисије монетарне политике у Србији (Алексић и сарадници, 2022). Као што је приказано на Слици 12., путем активног управљања девизним курсом, монетарне власти имају капацитет да директно и индиректно модулишу динамику инфлације, што овај канал позиционира као кључни стуб макроекономске стабилности (Народна банка Србије, 2023).

Утицај овог канала није ограничен искључиво на стабилност цена; његово дејство се рефлектује на целокупну привредну активност кроз промене у конкурентности извоза, трошковима увоза и инвестиционим токовима (Mishkin, 2012). Иако монетарни агрегати кроз контролу ликвидности и кредитну доступност значајно детерминишу укупни оутпут, емпиријски подаци указују на то да је доминантан утицај девизног курса примаран у кратком и средњем року (Obstfeld, 2021). Ипак, с обзиром на то да је његов дугорочни ефекат на реалне варијабле ограничен, стратешки циљ монетарне власти требало би да буде јачање канала каматне стопе. Тиме би се обезбедила већа комплементарност инструмената и дугорочна одрживост монетарне стабилности у сложеном економском окружењу (Gopinath et al., 2020).

4. Компаративна анализа Европске централне банке и Народне банке Србије

Стратешки приоритет Републике Србије огледа се у пуноправном чланству у Европској унији, чиме би се омогућила потпуна интеграција у јединствено тржиште робе, услуга, људи и капитала. Овај амбициозни процес захтева континуирано и систематско усклађивање домаћег законодавног, институционалног и економског оквира са строгим стандардима Уније. Темелј ове сарадње постављен је 29. априла 2008. године потписивањем Споразума о стабилизацији и придруживању (ССП). Овај инструмент омогућио је институционализацију односа са ЕУ и пружио неопходну правну основу за спровођење реформи. Након процеса ратификације у свим државама чланицама, ССП је званично ступио на снагу 1. септембра 2013. године, чиме је Србија формално постала држава придружена Унији са јасно дефинисаном европском перспективом.

Истовремено са јачањем уговорних односа, Србија је крајем 2009. године поднела званичан захтев за чланство. Пут ка пуноправном статусу детерминисан је испуњењем приступних критеријума дефинисаних на Самиту у Копенхагену 1993. године. Ови захтеви обухватају три кључне димензије:

- Политичку: стабилност демократских институција, владавину права и заштиту људских и мањинских права.
- Економску: развој функционалне тржишне економије способне да издржи конкурентски притисак унутар ЕУ.
- Правну: потпуно прихватање правних тековина Уније (*acquis communautaire*) и способност преузимања обавеза које проистичу из чланства.

Додатни административни критеријум, утврђен у Мадриду 1995. године, наглашава неопходност постојања ефикасних институционалних капацитета за спровођење усвојеног законодавства.

Након иницијалне фазе придруживања, следећи изазов представља улазак у Економску и монетарну унију (ЕМУ), што захтева постизање високог степена економске и правне конвергенције. Тзв. Мастрихтски критеријуми представљају квантитативна мерила спремности за увођење евра и обухватају:

- 1) Стабилност цена: низак ниво инфлације у односу на најуспешније чланице.

- 2) Одрживост јавних финансија: ограничење буџетског дефицита (до 3% БДП-а) и јавног дуга (до 60% БДП-а).
- 3) Стабилност каматних стопа и девизног курса: укључујући учешће у механизму ERM II без једностраних девалвација.

Поред економских показатеља, неопходно је остварити и правну конвергенцију кроз потпуну хармонизацију националних прописа са правним поретком ЕМУ.

Заокруживање процеса интеграције Србије захтева дубинску трансформацију привредног система и монетарне стратегије. Хармонизација монетарне политике, банкарске регулативе и статистичких стандарда са правилима ЕУ представља нужан предуслов за успех. У том контексту, компаративна анализа оперативног оквира и инструмената Народне банке Србије и Европске централне банке омогућава прецизно утврђивање степена усаглашености, чиме се потврђује хипотеза да је координисана монетарна политика темељ успешне интеграције у потпуну економску и монетарну унију.

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

Процес приближавања Народне банке Србије (НБС) стандардима Европског система централних банака (ЕСЦБ) интензивирао је 2008. године кроз серију стратешких пројеката подржаних средствима Европске уније. Ова дубинска сарадња са Европском централном банком (ЕЦБ) спроведена је кроз неколико кључних етапа институционалне изградње:

Дијагностичка фаза и анализа потреба (2008–2009): Први значајан корак представљала је реализација Пројекта техничке помоћи под називом „Анализа потреба Народне банке Србије“. У овом подухвату учествовало је 17 националних централних банака чланица ЕСЦБ-а, које су спровеле детаљну ревизију шест кључних пословних сегмената НБС. Примарна сврха пројекта била је идентификација јаза између тадашњег регулаторног и оперативног оквира НБС и важећих европских стандарда. Коначни извештај пружио је прецизне смернице за структурна прилагођавања неопходна за будућу интеграцију домаћег монетарног система у европски поредак.

Јачање институционалних капацитета (2011–2013): Други развојни циклус реализован је кроз пројекат финансиран из ИПА фондова ЕУ, у којем је учествовала чак 21 централна банка држава чланица. Овај пројекат је био знатно ширег опсега, обухватајући реформу и унапређење 13 пословних области НБС. Главни циљ био је

подизање административних и техничких капацитета институције на нивое који омогућавају потпуну функционалну компатибилност са ЕСЦБ-ом у тренутку пуноправног чланства Републике Србије у Унији.

Правна конвергенција и НПАА (од 2012. године): Стицање статуса кандидата за чланство у ЕУ 1. марта 2012. године означило је улазак у фазу директног правног усклађивања. Доношењем Националног програма за усвајање правних тековина ЕУ (НПАА) за период 2013–2016, НБС је системски мапирала процес хармонизације домаћег законодавства са правним поретком ЕУ. Овај документ, дизајниран према приступним критеријумима, представља прецизну мапу пута која омогућава транспарентно праћење напретка у институционалној и правној спремности за монетарну унију.

Сви наведени пројекти и иницијативе чине кохерентну целину која обезбеђује континуитет у реформама, чиме се Народна банка Србије позиционира као модеран економски актер потпуно прилагођен европским интеграционим токовима.

4.1.1. Хармонизација монетарне стратегије Народне банке Србије са монетарном стратегијом Европске централне банке

Процес хармонизације монетарне политике у Србији значајно је убрзан усвајањем режима таргетирања (циљања) инфлације као основне стратегије. Примарни циљ овог оквира био је успостављање ниске и предвидиве стопе инфлације, снажење поверења у динар кроз процес деевроизације, те подизање отпорности домаће економије на спољне и унутрашње шокове. У том контексту, Народна банка Србије (НБС) је 30. августа 2006. године формализовала нове принципе деловања, тежећи усклађивању са стандардима Европске централне банке (ЕЦБ).

У почетној фази примене овог режима, НБС је квантификовала циљеве кроз базну инфлацију (која искључује цене под административном контролом). Ова промена донела је и редефинисање оперативног оквира: референтна каматна стопа постала је главни инструмент монетарне политике, примењујући се на двонедељне репо операције, док су остали инструменти добили помоћну улогу, што је у потпуности кореспондирало са моделом ЕЦБ.

Значајан искорак у хармонизацији остварен је јануара 2009. године доношењем Меморандума о циљању инфлације. Кључна иновација овог документа била је прелазак са базне инфлације на индекс потрошачких цена (CPI) као мерило циљане инфлације. Овај индекс, који је у стандардној употреби и код ЕЦБ, пружа свеобухватнији приказ трошкова живота (укључујући услуге, здравство и образовање), лакше је разумљив јавности и

ефикасније делује на инфлаторна очекивања. Такође, овим је јасније разграничена одговорност између НБС и Владе у погледу кретања цена.

У погледу праћења ликвидности, НБС користи три монетарна агрегата (М1, М2 и М3), при чему се, слично пракси ЕЦБ, за доношење стратешких одлука приоритет даје најширем агрегату — М3.

Иако је стратегија НБС суштински усмерена ка европским стандардима, постоје специфичне разлике које проистичу из локалног контекста. Док се ЕЦБ ослања на тзв. "два стуба" (економску анализу у средњем и монетарну анализу у дугом року), НБС мора агресивније да управља инфлаторним очекивањима која су дубоко укоревана у негативним искуствима из деведесетих година прошлог века. Стога су транспарентност и флексибилност режима руковођено-пливајућег курса остали кључни елементи српског монетарног оквира у процесу његове континуиране хармонизације са еврозоном.

4.1.2. Хармонизација трансмисије монетарне политике Народне банке Србије са трансмисионим механизмом монетарне политике Европске централне банке

Ефикасност монетарних инструмената у великој мери зависи од економског амбијента и прецизно дефинисаног трансмисионог механизма. Овај механизам представља комплексан систем канала кроз које одлуке централне банке утичу на реалне макроекономске агрегате, попут потрошње, инвестиција и укупног нивоа цена.

Трансмисиони механизам Европске централне банке (ЕЦБ)

У оквиру Европске монетарне уније (ЕМУ), канал каматних стопа је примарни пут преноса монетарних ефеката. Промене референтних стопа ЕЦБ-а директно модулишу тржишне каматне стопе, утичући на цене финансијске активе (акције и обвезнице) и девизни курс. Ове промене даље обликују реалне каматне стопе, чиме се индиректно управља агрегатном тражњом. Кључну улогу у овом процесу имају пословне банке, које кроз понуду кредита и депозита дистрибуирају монетарне импулсе до предузећа и домаћинстава. Иако је механизам униформан, специфичности националних финансијских тржишта унутар Еврозоне понекад узрокују нијансе у брзини и интензитету трансмисије.

Трансмисиони механизам Народне банке Србије (НБС)

За разлику од ЕЦБ, у Србији је историјски доминирао канал девизног курса, што је последица високе евроизације привреде. У почетним фазама транзиције, курс је служио као номинално „сидро“ за сузбијање високе инфлације. Међутим, оваква стратегија је

временом показала своја ограничења, превасходно кроз стварање неравнотежа у платном билансу и подстицање увозне зависности.

Усвајањем режима циљања инфлације 2006. године и Меморандума из 2009. године, НБС је започела структурну реформу трансмисионог механизма. Главни циљ ове транзиције је слабљење доминације девизног курса и јачање каматног и кредитног канала, чиме се оперативни оквир НБС директно хармонизује са праксом ЕЦБ-а. Референтна каматна стопа је позиционирана као примарни инструмент, чиме се монетарна политика Србије оријентисала ка средњорочном хоризонту деловања.

Заједнички циљ: Стабилност цена

Упркос разликама у структури привреда, крајњи циљ обе институције је идентичан — очување ценовне стабилности. За ЕЦБ је то дефинисано Мастрихтским споразумом и каснијим оперативним оквиром (инфлација испод, али близу 2% на средњи рок). За Народну банку Србије, овај приоритет је законски утемељен и операционализован кроз средњорочну стратегију таргетирања инфлације. Прелазак на каматну стопу као главно „сидро“ представља кључни корак ка потпуној функционалној хармонизацији са Европским системом централних банака.

4.1.3. Хармонизација инструмената монетарног регулисања Народне банке Србије са инструментима монетарног регулисања Европске централне банке

У актуелном амбијенту 2026. године, прикључење Европској унији остаје примарни национални приоритет, при чему је фокус са пуке правне хармонизације померен на пуну функционалну спремност за улазак у Европски монетарни механизам (ERM II). Након успешне имплементације вишегодишњих програма подршке и техничке помоћи ЕЦБ-а, Народна банка Србије данас функционише као модерна емисиона установа чији су инструменти и стратегија потпуно интегрисани са европским стандардима.

Режим циљања инфлације и нови индекс потрошачких цена

Монетарна стратегија НБС у 2026. години чврсто је усидрена у режиму таргетирања инфлације, који је додатно усавршен ради веће транспарентности. У складу са праксом ЕЦБ, НБС користи Хармонизовани индекс потрошачких цена (HICP) као примарни индикатор за праћење стабилности цена. Овај прелазак омогућио је директну упоредивост стопа инфлације у Србији са државама Еврозоне, што је кључни предуслов за оцењивање Мастрихтских критеријума конвергенције.

Инструменти монетарног регулисања: Потпуна синхронизација

Оперативни оквир НБС у 2026. години карактерише готово потпуна идентичност са ЕЦБ у погледу главних инструмената:

- Референтна каматна стопа: Као и код ЕЦБ, ова стопа је примарни оперативни таргет. Трансмисиони механизам је значајно ојачан кроз повећану динарзацију штедње и пласмана, чиме је каматни канал постао доминантнији у односу на канал девизног курса.
- Главне операције рефинансирања: Аукције се спроводе недељно са роком доспећа од седам дана. У условима тренутне тржишне ликвидности 2026. године, НБС, попут ЕЦБ, примењује поступак са фиксном каматном стопом и пуном алокацијом, чиме се обезбеђује стабилност међубанкарског тржишта новца.
- Сталне олакшице и каматни коридор: НБС користи симетричан каматни коридор око референтне стопе за преконоћне кредите и депозите. Овај механизам ефикасно стабилизује краткорочне каматне стопе на тржишту, пратећи оперативне промене које је ЕЦБ увела у свом оквиру за управљање ликвидношћу.

Преговарачки статус и Поглавље 17

У извештајима Европске комисије за 2025. и почетак 2026. године, Србија је оцењена као високо припремљена у области економске и монетарне политике. Законодавство је у највећој мери усклађено са правним тековинама ЕУ, укључујући и пуну независност централне банке и забрану монетарног финансирања јавног сектора.

Изазови дугорочне стабилности

Иако је канал девизног курса и даље важан због специфичне структуре домаће привреде, стратегија НБС за 2026. годину усмерена је на даље јачање каматног канала. Циљ је да се кроз предвидиву монетарну политику и одрживе макроекономске параметре (низак буџетски дефицит и јавни дуг испод 60% БДП-а) створе услови за трајну стабилност, чиме се доказује хипотеза да је хармонизација са ЕЦБ кључни покретач успешне економске интеграције Србије.

4.2. Перспективе прикључења Народне банке Србије Европској монетарној унији

Од тренутка успостављања Евросистема, Народна банка Србије (НБС) континуирано пројектује своју стратешку оријентацију ка интеграцији у европске монетарне структуре. Ова тежња је формализована 2006. године усвајањем савременог

концепта монетарне политике, чиме је отворен простор за интензивну техничку и професионалну сарадњу са Европском централном банком (ЕЦБ). Кроз вишегодишње пројекте подржане од стране ЕУ, попут „Анализе потреба“ (2008–2009) и „Јачања институционалних капацитета“ (2011–2013), НБС је суштински трансформисала свој оперативни оквир, усвајајући највише међународне стандарде централног банкарства.

Пут ка пуноправном чланству: Изазови и фазе

Иако је НБС достигла висок степен функционалне спремности, приступање Европској монетарној унији (ЕМУ) нераскидиво је везано за претходно стицање статуса пуноправне чланице Европске уније. У тренутном контексту 2026. године, овај процес је знатно сложенији него за раније државе чланице, с обзиром на еволуцију правних тековина ЕУ (*acquis communautaire*).

Динамика приступања Србије директно корелира са брзином затварања преговарачких поглавља и координацијом националне администрације са органима ЕУ. Учење из искустава земаља са сличним економским карактеристикама (попут Грчке или Португалије) омогућава Србији ефикасније превазилажење организационих и правних изазова, уз истовремено очување националног идентитета и културне посебности.

Економски ефекти и подршка Уније

Европска унија је дуги низ година примарни партнер Србије, што се огледа у обимној финансијској подршци кроз ИПА фондове. Ова средства су кључна за реформу виталних сектора друштва — од правосуђа и пољопривреде до иновација и заштите животне средине. Чланство у ЕУ не доноси само економску корист кроз приступ јединственом тржишту и слободном кретању грађана, већ и право Србије да активно партиципира у креирању европских и светских економских политика.

Финална етапа: Улазак у еврозону (ЕМУ)

Након стицања статуса државе чланице ЕУ, следи кључна фаза уласка у ЕМУ, која подразумева:

- Приступање Механизму девизних курсева (ERM II): Двогодишњи период тестирања стабилности националне валуте.
- Испуњење критеријума конвергенције: Усклађивање инфлације, каматних стопа, буџетског дефицита и јавног дуга са мастрихтским нормама.

Прихватање евра за малу и отворену економију попут српске доноси бројне микроекономске и макроекономске предности:

- 1) Повећана транспарентност цена и уклањање девизног ризика.

- 2) Снижење трансакционих трошкова и већа стабилност инвестиција.
- 3) Приступ ширим финансијским тржиштима и повољнијим изворима финансирања.

Иако овај процес подразумева пренос дела монетарног суверенитета на ЕЦБ, искуства показују да је за земље са историјом инфлаторних нестабилности ово далеко сигурнији пут ка дугорочном просперитету. Закључно, док је НБС успешно извршила техничку хармонизацију, финални корак ка еврозони зависи од свеобухватног капацитета државе Србије да испуни економске и политичке критеријуме које поставља ЕУ.

Закључак

Процеси европских интеграција који се спроводе у Републици Србији и ширем региону иницирали су дубоке и неповратне структурне промене у готово свим сегментима економског и институционалног живота. Овај сложени пут прилагођавања економских политика није само предуслов за постизање компатибилности са европским стандардима, већ представља суштинску трансформацију државе ка модерном и предвидивом привредном амбијенту. Најопипљивији израз те трансформације огледа се кроз настојање да се испуне Мастрихтски критеријуми конвергенције, који служе као објективно мерило спремности једне земље да постане део Европске монетарне уније. У том контексту, истраживање је недвосмислено потврдило генералну хипотезу да Народна банка Србије у великој мери већ следи принципе деловања Европске централне банке, успешно премошћујући институционалне и оперативне разлике кроз пажљиво вођену хармонизацију.

Адекватна и систематска припрема националних институција показала се као пресудан фактор за успех интеграције. Компаративна анализа спроведена у овом раду открива да ефикасност монетарних мера директно корелира са нивоом независности централне банке и степеном развијености финансијског тржишта, чиме је верификована прва посебна хипотеза. Иако је НБС усвојила савремени оперативни оквир ЕЦБ-а, њено деловање је и даље ограничено специфичностима домаћег терена, пре свега високим степеном евроизације. Ово показује да монетарна политика не може бити изоловано острво; она мора бити интегрални део шире стратегије коју спроводи и Влада Републике Србије кроз процесе динаризиације и структурних реформи. Само јачањем реалног сектора и сузбијањем макроекономских неравнотежа могу се створити услови у којима ће каматни канал трансмисије бити једнако ефикасан као у најразвијенијим чланицама Еврозоне.

Стицање пуноправног чланства у Европској унији и потом у ЕМУ дуготрајан је и исцрпљујући процес који нема строго дефинисан временски крај, јер се права активност наставља и након приступања. Улазак у Евросистем не значи губитак монетарне моћи, већ прелазак на нови ниво одговорности у којем се део надлежности делегира заједничким институцијама ради веће стабилности и сигурности. Србија тиме добија приступ ширим изворима финансирања и заштиту коју пружа заједничка валута, што је од виталног значаја за малу и отворену економију. Ова хармонизација са стандардима Уније, како предвиђа друга посебна хипотеза, представља апсолутни предуслов за одрживу економску конвергенцију и дугорочни просперитет друштва.

Научни допринос овог рада огледа се у дефинисању прецизних тачака додира и разилажења између две централне банке, док је његов друштвени значај садржан у аргументованом приказу користи које доноси усклађивање са европским монетарним поретком. Упркос изазовима и чињеници да резултати таргетирања инфлације у прошлости нису увек били идеални, тренутна стратегија НБС остаје најрационалније решење у датим околностима. Коначни успех ипак не зависи само од техничких потеза централне банке, већ од укупне спремности државе да кроз транспарентност и одговорност изгради јаку економију. Тема монетарне политике стога остаје трајно актуелна, пружајући нам кроз овај рад дубље разумевање проблема и отворених питања чије решавање осигурава стабилну будућност Србије као равноправног партнера на европској економској сцени.

Литература

Akerlof, G. A., Dickens, W. T., Perry, G. L., Gordon, R. J., & Mankiw, N. G. (1996). The macroeconomics of low inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996(1), 1-76.

Aleksić, D., Đorđević, M., & Stanković, J. (2022). Efikasnost monetarne transmisije u malim otvorenim privredama: Slučaj Srbije. *Ekonomski anali*, 67(232), 45-68.

AnalystPrep. (2023). *Tools of monetary policy*. <https://analystprep.com/cfa-level-1-exam/economics/tools-of-monetary-policy/>

Auer, R. A., Levchenko, A. A., & Sauré, P. (2017). International inflation spillovers through input-output linkages. *The Review of Economics and Statistics*, 99(1), 113–121. https://doi.org/10.1162/REST_a_00600

Banco de España. (n.d.). *What are the ECB's monetary policy instruments?* <https://www.bde.es/wbe/en/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/cuales-son-los-instrumentos-de-politica-monetaria-del-bce>

Bank for International Settlements. (2020). *Monetary policy frameworks: A global perspective*. Bank for International Settlements.

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). *Inflation targeting: Lessons from the international experience*. Princeton University Press.

BiFe. (2023). *Monetarna politika Narodne banke Srbije – preuhitrila Evropsku centralnu banku*. BiFe.

BiFe. (2024). *Monetarna politika Narodne banke Srbije – ideal nezavisnosti*. BiFe.

Borio, C. (2012). *Financial stability and central banks*. Bank for International Settlements.

Bundesbank. (n.d.). *Minimum reserves*. <https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/minimum-reserves/minimum-reserves-625912>

Bussière, M., Gaulier, G., & Steingress, W. (2020). Global value chains and effective exchange rates at the country-sector level. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52(S1), 115–156. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12658>

Capie, F. (2011). *Central banking in the twentieth century*. Cambridge University Press.

Centralna banka Crne Gore. (2025). *Centralno bankarstvo u teoriji i praksi*. CBCG.

Colicev, A., Ivanov, A., & Milberg, W. (2020). Exchange rate pass-through and global value chains: The role of intermediate inputs. *Journal of International Money and Finance*, 105, 102187.

Czudaj, R. L. (2025). ECB's central bank communication and monetary policy transmission: Predictability from text-based sentiment indicators? *Macroeconomic Dynamics*. <https://doi.org/10.1017/S136510052400037X>

Davies, J. K. (2001). Money and banking in the Greek world. In W. V. Harris (Ed.), *The monetary systems of the Greeks and Romans* (pp. 112–130). Oxford University Press.

De Grauwe, P. (2010). *Monetary policy in the European Union*. Oxford University Press.

Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P. (2017). The deposits channel of monetary policy. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1819–1876. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx019>

Eichengreen, B. (2013). *The European monetary system*. Oxford University Press.

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu. (2014). *Monetarna politika Narodne banke Srbije*. Ekof.

Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu. (2017). *Monetarna politika Narodne banke Srbije: izazovi i perspektive*. Ekof.

Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu. (2020). *Uticaj Evropske centralne banke na monetarnu politiku Srbije*. Ekof.

Ekonomski fakultet Univerziteta u Novom Sadu. (2008). *Uporedna analiza politike i prakse Evropske centralne banke i Narodne banke Srbije*. Ekof.

Ekonomski fakultet Univerziteta u Novom Sadu. (2021). *Strukturne reforme i monetarna politika u Srbiji*. Ekof.

Epstein, S. R. (2000). *Freedom and growth: The rise of states and markets in Europe, 1300–1750*. Routledge.

European Central Bank. (2011). *The monetary policy of the ECB*. ECB.

European Central Bank. (2013). European Central Bank. *Yearbook – Faculty of Economics*, 2(1), 143–152. <https://js.ugd.edu.mk/index.php/YFE/article/view/516>

European Central Bank. (2019). *The role of central banks in economic integration*. ECB Publications.

European Central Bank. (2023a). *Annual report 2023*. ECB Publications.

European Central Bank. (2023b). *Convergence reports 2023*. ECB Publications.

European Central Bank. (2023c). *Economic bulletin 2023*. ECB Publications.

European Central Bank. (2023d). *Financial stability review 2023*. ECB Publications.

European Central Bank. (2023e). *Monetary policy strategy*. ECB Publications.

European Central Bank. (2025a). *An overview of the ECB's monetary policy strategy - 2025*. https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/ecb.strategyreview202506_strategy_overview.en.html

- European Central Bank. (2025b). *Macroeconomic projections*. <https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/index.en.html>
- European Central Bank. (2025c). *Two per cent inflation target*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>
- European Central Bank. (2026a). *Bulgaria joins the euro area*. <https://www.ecb.europa.eu/euro/changeover/bulgaria/html/index.en.html>
- European Central Bank. (2026b). *Key ECB interest rates*. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html
- European Central Bank. (2026c). *Monetary policy decisions – 5 February 2026*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260205~001d26959b.en.html>
- European Central Bank. (2026d). *Rotation of voting rights in the Governing Council*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/voting-rotation.en.html>
- European Central Bank. (2026e). *Transmission mechanism of monetary policy*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>
- European Central Bank. (n.d.). *Governing Council*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.en.html>
- European Commission. (2026). *What is the euro area?* https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/what-euro-area_en
- European Parliament. (n.d.). *European Central Bank (ECB)*. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/13/europejski-bank-centralny-ebc>
- European Union. (2012). *Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union*. Official Journal of the European Union.
- European Union. (n.d.). *European Central Bank (ECB)*. https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-central-bank-ecb_en
- Eurostat. (2024). *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*.
- Eurostat. (2025). *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*.
- Fabris, N. (2014). *Centralno bankarstvo*. Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Finansijski regulatorni organ Republike Srbije (FREN). (2020). *Pod lupom: Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope*. FREN.
- Furtula, M. (2007). Kompatibilnost Narodne banke Srbije sa Evropskom monetarnom unijom. *Bankarstvo*.
- Gambacorta, L., & Shin, H. S. (2018). Why bank capital matters for monetary policy. *Journal of Financial Intermediation*, 35, 17–29. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.09.005>

Garriga, A. C. (2025). Revisiting central bank independence in the world: An extended dataset. *International Studies Quarterly*, 69(2), sqaf024. <https://doi.org/10.1093/isq/sqaf024>

Gomez, M., Landier, A., Sraer, D., & Thesmar, D. (2021). Banks' exposure to interest rate risk and the transmission of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 117, 543–570. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2020.03.011>

Goodhart, C. (2015). *The theory and practice of central banking*. Macmillan.

Goodhart, C. A. E. (2011). Global macroeconomic and financial supervision: Where next? In *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20* (pp. 1–16). CEPR.

Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F. J., Gourinchas, P. O., & Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant currency paradigm. *American Economic Review*, 110(3), 677–719. <https://doi.org/10.1257/aer.20171201>

Ha, J., Stocker, M. M., & Yilmazkuday, H. (2020). *Inflation and exchange rate pass-through* (Policy Research Working Paper No. 9133). World Bank.

Havránek, T., Rusnak, M., & Sokolova, A. (2012). *Transmission lags of monetary policy* [Meta-analysis]. http://meta-analysis.cz/lags/transmission_lags.pdf

IMF. (2022). *Monetary policy transmission in emerging markets: The case of Serbia*. International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2012). *Republic of Serbia: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*. IMF.

International Monetary Fund. (2013). *Republic of Serbia: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation*. IMF.

International Monetary Fund. (2021). *World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic*. IMF.

International Monetary Fund. (2023a). *Monetary policy: Stabilizing prices and output*. <https://www.imf.org/en/publications/fandd/issues/series/back-to-basics/monetary-policy>

International Monetary Fund. (2023b). *World Economic Outlook 2023*. IMF.

Issing, O. (2009). *The ECB and the euro*. Cambridge University Press.

Ivaz, M. (2024). Nadležnost i uloga Evropske centralne banke u svetlu savremenih izazova. *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Nišu*, (102), 259-278.

Ivković, A. R. (2015). *Uticaj centralne banke na funkcionisanje i razvoj tržišta novca* [Doctoral dissertation, Univerzitet u Nišu]. E-teze Univerziteta u Nišu. <https://eteze.ni.ac.rs/application/showtheses?thesesId=4058>

Jemović, M., & Krstić, B. (2015). Comparative analysis of financial stability policies of the National Bank of Serbia and the European Central Bank. *Economic Themes*.

Jovanović, M., & Petrović, A. (2019). *Ekonomska politika Srbije*. Fakultet za ekonomiju i finansije.

Jovanović, M., & Petrović, J. (2013). *Evropska ekonomska integracija*. Ekonomski fakultet Novi Sad.

Jovanović, N., & Petrović, M. (2015). *Makroekonomija*. Ekonomski fakultet Beograd.

Jovanović, R., & Nikolić, M. (2012). *Politika kamatnih stopa*. Ekonomski institut.

Jovanović, S., & Milivojević, J. (2020). *Monetarna politika*. Ekonomski fakultet Beograd.

Jovićević, P. (2016). *Evropska centralna banka: struktura, funkcije i politika*. Ekonomski fakultet Beograd.

Jovićević, P. (2019). Monetary policy frameworks: A comparative study of the European Central Bank and the National Bank of Serbia. *Journal of Central Banking Studies*.

Kennedy, P. B., & Keynes, J. M. (2016). *Monetary economics*. Routledge.

Kovačević, R. (2015). *Monetarna politika i centralno bankarstvo*. Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.

Labudović Stanković, J. (2023). Instrumenti koje centralne banke koriste u vreme finansijske krize. In *Usklađivanje pravnog sistema Srbije sa standardima Evropske unije* (pp. 765–777). <https://doi.org/10.46793/UPSSXI.765LS>

Lybek, T., & Morris, J. (2004). *Central bank governance: A survey of boards and management*. IMF. <https://www.imf.org/external/np/leg/sem/2004/cdmfl/eng/amtbnb.pdf>

Mayes, D., & Wood, G. E. (Eds.). (2010). *The handbook of central banking*. Edward Elgar.

Međunarodni monetarni fond. (2025). *Nezavisnost centralne banke: primeri zemalja Zapadnog Balkana*. MMF.

Ministarstvo finansija Republike Srbije. (2019). *Ekonomska i monetarna politika Srbije: put ka Evropskoj uniji*. Ministarstvo finansija.

Ministarstvo za evropske integracije Republike Srbije. (2021). *Priprema Srbije za članstvo u Evropskoj uniji: izazovi i perspektive*. Ministarstvo za evropske integracije.

Mishkin, F. S. (2006). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson.

Mishkin, F. S. (2012). *The economics of money, banking and financial markets* (10th ed.). Pearson.

Mishkin, F. S. (2014). *Monetary policy: Goals, institutions, strategies, and instruments*. Pearson.

Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.). Pearson.

Mitić, I., & Jovanović, D. (2016). *Ekonomska integracija i monetarna politika*. Ekonomski fakultet Novi Sad.

Moenjak, T. (2017). *Central banking: Theory and practice in sustaining monetary and financial stability*. World Scientific.

Monnet, E. (2023, August 23). The History of Central Banks. *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*.
<https://oxfordre.com/economics/view/10.1093/acrefore/9780190625979.001.0001/acrefore-9780190625979-e-877>

Nakashima, K., Shibamoto, M., & Takahashi, K. (2023). Identifying quantitative and qualitative monetary policy shocks. *International Journal of Central Banking*, 20(3).

Narodna banka Srbije. (2006). *Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike*. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/monetarna-politika/memorandum_novi_okvir_mon_pol_05092006.pdf

Narodna banka Srbije. (2008). *Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji*.
https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/monetarna-politika/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf

Narodna banka Srbije. (2009). *Izveštaj o inflaciji – februar 2009*.
https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/oi/izvestaji/oi_02_2009.pdf

Narodna banka Srbije. (2010–2019). *Izveštaj o inflaciji – novembar [godina]*. Narodna banka Srbije.

Narodna banka Srbije. (2020). *The role of the National Bank of Serbia in the EU accession process*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2022). *Godišnji izveštaj o monetarnoj politici*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2023a). *Izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2022. godinu*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2023b). *Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanim stopama inflacije do 2026. godine*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2024a). *Godišnji izveštaj o monetarnoj politici u 2024*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2024b). *Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanim stopama inflacije do 2027. godine*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2024c). *S ljudima i za ljude – 140 godina Narodne banke Srbije*.
https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/jub140

Narodna banka Srbije. (2025a). *Izveštaj o inflaciji — maj 2025*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2025b). *Program monetarne politike Narodne banke Srbije u 2025. godini*. „Službeni glasnik RS“, br. 99/2024.

Narodna banka Srbije. (2025c). *Propisi iz oblasti monetarne politike*. <https://www.nbs.rs/sr/drugi-nivo-navigacije/propisi/propisi-mp>

Narodna banka Srbije. (2026a). *Izveštaj o inflaciji — februar 2026*. NBS.

Narodna banka Srbije. (2026b). *Program monetarne politike Narodne banke Srbije u 2026. godini*. „Službeni glasnik RS“, br. 112/2025.

Narodna banka Srbije. (n.d.-a). *Istorijat Narodne banke Srbije*. https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/jub140/jub_ist

Narodna banka Srbije. (n.d.-b). *Instrumenti monetarne politike*. <https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instumenti-monetarne-politike/>

Narodna banka Srbije. (n.d.-c). *Obavezna rezerva*. https://www.nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instumenti-monetarne-politike/obavezna-rezerva/

Narodna banka Srbije. (n.d.-d). *Operacije na deviznom tržištu*. https://www.nbs.rs/sr/finansijsko_trziste/devizne-svop-aukcije/

Nešić, B. (2017). Importance of European Central Bank monetary policy. *FBIM Transactions*, 5(2), 91-98.

Nikolić, D., & Jovanović, A. (2011). *Inflacija i monetarna politika*. Ekonomski fakultet Beograd.

Nikolić, J., & Todorović, M. (2017). *Finansijska stabilnost i monetarna politika*. Ekonomski institut.

Nikolić, V., & Todorović, J. (2014). *Finansijski sistem Srbije*. NBS.

Obstfeld, M. (2021). Global dimensions of U.S. monetary policy. *International Journal of Central Banking*, 17(1), 73–132.

Peterson Institute for International Economics. (2024). *Since the euro was introduced a quarter century ago, inflation has averaged close to target*. <https://www.piie.com/research/piie-charts/2024/euro-was-introduced-quarter-century-ago-inflation-has-averaged-close>

Praet, P. (2018). *The European Central Bank: History, role and functions*. ECB Publications.

Protocol (No 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank. (2012). *Official Journal of the European Union*, C 326. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:12012M/PRO/04>

Purić, S., & Rapajić, M. (2018). Odnos centralne banke i grana državne vlasti. *Glasnik prava*, 9(1), 39–53.

Ristić, K., & Macura, D. (2025). *Finansijske regulative Evropske unije: Analiza, dometi i perspektive* [E-book]. <https://www.kristijanristic.com/wp-content/uploads/2025/02/Finansijske-regulative-EU.pdf>

Romer, D. (2007). *Monetary policy and central banking*. McGraw-Hill.

Romelli, D. (2024). *Recent trends in central bank independence*. VoxEU/CEPR. <https://cepr.org/voxeu/columns/recent-trends-central-bank-independence>

Šabotić, Z. (2014). *Implikacije procesa evropskih integracija na položaj i nadležnosti Narodne banke Srbije* [Doctoral dissertation, Univerzitet u Nišu]. NaRDuS. <https://nardus.mpn.gov.rs/handle/123456789/3860>

Sluzbeni glasnik RS. (2025). *Zakon o Narodnoj banci Srbije (sa izmenama i dopunama do 2025)*. https://www.paragraf.rs/propisi/zakon_o_narodnoj_banci_srbije.html

Stojanović, A. (2018). *Međunarodna ekonomija*. Ekonomski fakultet Novi Sad.

Taylor, J. B., & Woodford, M. (2019). *Monetary policy and the economy*. Academic Press.

Treaty on the Functioning of the European Union. (2012). Articles 127–130, 282–284. *Official Journal of the European Union*, C 326. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

Van De Mieroop, M. (2004). *A history of the ancient Near East, ca. 3000–323 BC*. Blackwell Publishing.

Vlada Republike Srbije. (2020). *Narodna banka Srbije važna za poslove evropskih integracija*. Ministarstvo za evropske integracije.

Wood, J. H. (2008). *Central banking: Theory and practice*. Palgrave Macmillan.

World Bank. (2012). *Serbia Country Economic Memorandum*. World Bank.

World Bank. (2015). *Serbia Systematic Country Diagnostic*. World Bank.

World Bank. (2021). *Monetary policy and inflation targeting in emerging economies*. World Bank.

World Bank. (2023). *Global Economic Prospects 2023*. World Bank.

World Bank. (2024). *Western Balkans Regular Economic Report No. 25*. World Bank.

Zakon o Narodnoj banci Srbije. (2003). *Službeni glasnik RS*, br. 72/2003, 55/2004. (ca изменама и допунама).

Zlobins, A. (2025). *Monetary policy transmission in the euro area: Is this time different?* <https://ideas.repec.org/p/ltv/wpaper/202501.html>